بسم الله الرحمن الرحيم



جامعة اليرموك
كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية
قسم المحاسبة

العوامل المؤثرة على الهيكل المالي:
حالة الشركات المساهمة العامة الأردنية

Determinants of Financial Structure:
The Case of Jordanian Corporations

إعداد
حفيظة بربار

إشراف الأستاذ الدكتور
تركي راجي الحمود

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

2010

العوامل المؤثرة على الهيكل المالي:
حالة الشركات المساهمة العامة الأردنية

إعداد

حفيظة بربار

بكالوريوس مالية، جامعة مولاي الطاهر في الجزائر، 2007

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، تخصص محاسبة في جامعة اليرموك، إربد، الأردن

وافق عليها

الأستاذ الدكتور تركي راجي الحمود .... رئيساً ومشرفاً

الأستاذ الدكتور محمود قاقيش .... عضواً

الدكتور ميشيل سويدان .... عضواً

الأستاذ الدكتور وليد حميدات .... عضواً

تاريخ مناقشة الرسالة

2010/07 / 04

الإهداء

إلى أول اسم نطقت وأنا طفل صغير، إلى التي من ينبوع حنانها مدتني ولا تزال إلى حين، إلى من سكنت القلب وملكت الفؤاد وبهواها أكون أسير، إلى أغلى شخص في الوجود إلى مثلي الأعلى وسراجي المنير " **أمي**" أطال الله في عمرك.

إلى الذي باسمه إذا نوديت أفتخر وإذا كنت بمجلس فيه ضربت خير المثل، كنت الصديق الذي رافقني في رحلتي الطويلة و ها أنا ذا أصل إليك رافعة لواء العلم يجري في دمي فلك مني صادق المشاعر يا " **أبي**" حفظك الله.

إلى إخوتي أحبائي رفاق صغري وسندي، كل باسمه: **مراد، رضوان، نوال، محمد، ويوسف.**

إلى أخت لم تلدها لي أمي، إلى الصدر الذي مدني ببركات الحنان وأنا أسري وحدي في دروب الغربة، إلى صاحبة البسمة التي كانت تريحني بعد كل وهن إليك يا "**حوارة** ".

يا دارا سماؤك إلهامي، وأرضك مستقري ومرجعي، يا بلد المليون ونصف المليون شهيد إلى بلدي: " **الجزائر**"

إلى الوطن الذي رعاني، ومن نهر علمه سقاني، وبعاداته وتقاليده أسرني، إلى أرض العطاء و الكرم أرض الأمان والسلم إلى "**الأردن**" وطنا، شعبا، هوى وأرجو أن يعاودنا اللقاء.

إلى الذين جندوا أنفسهم في خدمة العلم إلى من امتهنوا مهنة الرسل إلى "**أساتذتي الأفاضل**"

إلى كل من جمعتني به دروب العلم ورافقني في الدراسة وقدم لي يد العون

إليكم جميعا أهدي جهدي المتواضع هذا

الباحثة:

حفيظة بربار

شكر وتقدير

قال الله تعالى:"وإذ تأذن ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم ولئن كفرتم إن عذابي لشديد". سورة إبراهيم7

يا ربنا لك الحمد والشكر كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك، لك الحمد على نعمك الجسيمة، والآئك العظيمة، وعلى ما أنعمت علي به من تمام هذا الجهد وانجازه، فلك الحمد في الأولى والآخرة ولك الحكم وإليك الرجوع.

انطلاقا من العرفان بالجميل فانه ليسرني وليثلج صدري أن أتقدم بفائق الشكر والامتنان إلى من كان وسيظل جميله يطوق عنقي، وينوء بحمله كاهلي إلى من أحاطني بكرم خلقه وجميل تعامله وأمدني من واسع علمه أستاذي وموجهي فضيلة الأستاذ الدكتور: تركي راجي الحمود حفظه الله ومده في عمره ونفع به وبعلمه في الدارين، فجزاه الله عني خير الجزاء وجعل كل ما أنفق من وقت وجهد في سبيل خروج هذا البحث على هذه الصورة في ميزان أعماله إنه جواد وهاب.

كما وأتوجه بالشكر الخالص إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة النقاش الموقرين كل باسمه الأستاذ الدكتور محمود قاقيش، الأستاذ الدكتور وليد حميدات، والدكتور ميشيل سويدان والذين تكرموا وتفضلوا بقبولهم مناقشة هذا البحث وتبين أخطائه واستكمال نقائصه.

كما أحمل الشكر والعرفان إلى كل من مدني بالعلم، والمعرفة وأسدى لي النصح والتوجيه في مشواري الدراسي من قريب أو بعيد دون أن أنسى ذلك الصرح العلمي الشامخ متمثلا في جامعة اليرموك وأخص بالذكر كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية والقائمين عليها.

وختاما أسأل الله سبحانه وتعالى أن ينفع بها ويبارك فيها والله ولي التوفيق.

الباحثة:

حفيظة بربار

قائمة المحتويات

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

الفصل الخامس

التحليل واختبار فرضيات الدراسة

الفصل السادس
النتائج والتوصيات

المراجـــع

الملاحـــق

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

فهرس الملاحق

الملخص باللغة العربية

بريار، حفيظة، العوامل المؤثرة على الهيكل المالي: حالة الشركات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير بجامعة اليرموك، 2010 (المشرف: أ.د. تركي راجي الحمود).

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية خلال الفترة(2005-2008). كما سعت هذه الدراسة لمعرفة مدى اختلاف تلك العوامل باختلاف الصناعة، والحكم على مدى تطابق سياسات التمويل بالشركات محل الدراسة مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل.

ولغرض تحقيق هذه الأهداف تشكلت عينة الدراسة من **115** شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي بمقدار 460 مشاهدة، لتشمل بذلك العينة **52** شركة خدمية من أصل **63** أي ما نسبته **82.54%** و**63** شركة صناعية من أصل **78** أي ما نسبته**81%**، واستخدمت تقنيات تحليل الانحدار المتعدد ومعاملات الارتباط لاختبار صحة نموذج الدراسة حيث اعتبر الهيكل المالي المتغير التابع في حين تمثلت المتغيرات المستقلة في: الوفورات الضريبية من غير فوائد، والربحية، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والفرص الاستثمارية، وهيكل الأصول، وتركز الملكية، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال.

وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: اعتماد الشركات الصناعية والخدمية بالمتوسط، على أدوات الملكية في التمويل بنسبة **67%**، وما نسبته **26%** على تمويل بالديون قصيرة الآجل، أما التمويل بالديون الطويلة فبلغ متوسط الاعتماد عليه **7%**. وتعتمد سياسة التمويل بالدين بصفة عامة والدين القصير بصفة خاصة أو التمويل بالملكية على عامل تركز الملكية، أما بالنسبة للتمويل بالدين الطويل فتعتمد على العوامل التالية: الحجم، والعمر، وهيكل الأصول، وتركز الملكية. ومن اجل معرفة مدى اختلاف العوامل المؤثرة في الهيكل المالي باختلاف نوع الصناعة، تم فصل كل قطاع على حده للتعرف على العوامل المؤثرة فيه. وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد اتضح أن الشركات الصناعية تعتمد في قرارها التمويلي على مجموعة من العوامل على عكس الشركات الخدمية محل الدراسة التي ثبت أنها تخضع قرار التمويل لسيطرة الملاك، ويمكن إرجاع ذلك إلى طبيعة الفئة المالكة كما يدخل عامل الحجم والعمر عند قرار التمويل بالدين الطويل. كما وتبين من الدراسة تطابق السياسات التمويلية للشركات محل الدراسة لأسس نظرية أولويات التمويل.وفي ضوء هذه النتائج توصى الدراسة بضرورة الأخذ بعين الاعتبار كل من هيكل الأصول، والفرص الاستثمارية، والوفورات الضريبية، والربحية من أجل زيادة الطاقة الإقتراضية وكسب ثقة المؤسسات التمويلية المختلفة، بالإضافة إلى التوجه نحو استخدام الأرباح المحتجزة في حالات التوسع أو كحل للمشاكل الآنية بدلا من الاقتراض.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، التمويل بالدين، التمويل بالملكية، نظرية ترتيب أولويات التمويل، الشركات الصناعية، الشركات الخدمية.

الفصل الأول

المقدمة

- ✓ تمهيد
- ✓ مشكلة الدراسة
- ✓ أهداف الدراسة
- ✓ أهمية الدراسة
- ✓ محددات الدراسة
- ✓ منهجية الدراسة
- ✓ خطة الدراسة

1-1 تمهيد:

تعتبر عملية تزويد الشركات بالأموال من الوظائف الرئيسة للإدارة المالية حيث يتعين عليها أن تحدد الأموال اللازمة لعملية التمويل ومصادرها التي تضمن استمرارية هذا التزويد، خاصة أن هذه المصادر تتعدد من مصادر طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل، ومصادر داخلية وأخرى خارجية، كما تتباين من حيث تكلفتها ودرجة الخطر المصاحب لها. ولهذا فلابد للشركة من المفاضلة بين عنصري العائد والخطر لتتمكن من اعتماد طريقة من طرق التمويل المتاحة أمامها، إما باللجوء إلى الاقتراض والذي يطلق عليه التمويل بالدين Debt financing أو عن طريق إصدار أسهم جديدة والذي يعرف بالتمويل بالملكيةEquity financing (النعيمي، والخرشة،2007، ص136)، أو كليهما رغبة في الوصول إلى المزيج المالي المناسب، الذي يخدم أهدافها من تعظيم ثروة الملاك وتحقيق النمو والاستقرار، حيث يعرف هذا المزيج "بالهيكل المالي". وقد اكتسب الهيكل المالي أهمية كبيرة بعد ظهور عدة نظريات تحاول الوصول إلى تركيبته المثالية أولها دراسة(Modigllin ,1958 &Miller) والتي ترى أنه لا وجود لاختلاف بين استخدام مصادر التمويل الخارجي والداخلي أو الديون وحقوق الملكية. لتتوالى بعد ذلك النظريات التي تهدف إلى صياغة الهيكل المالي المثالي، ومن أهمها نظرية ترتيب أولويات التمويل Pecking order Theory والتي "تعني أن الشركة ترتب الخيارات التمويلية المتاحة أمامها كالتالي: تلجأ بالدرجة الأولى إلى التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة)، بعدها التمويل بالدين، ليكون آخر خيار التمويل بالملكية" (Mitali, 2004, p26).

ويمكن اعتبار الهيكل المالي المناسب هو ذلك المزيج الذي يحقق الأهداف المرجوة وبأقل تكلفة ممكنة، خاصة وأنه من الناحية النظرية يمكن أن يكون هناك تمويل أمثل يعمل على تقليل تكلفة رأس المال في الشركة إلى الحد الأدنى. أما من الناحية العملية فهناك عدة عوامل تتحكم في الهيكل المالي مما يجعل قرار صياغته في شركات الأعمال من القرارات الحساسة التي قد تتأثر

بعدة عوامل محددة كحجم الشركة، وربحيتها، والفرص الاستثمارية المتاحة، وحتى صناعة الشركة. وبتغير هذه المحددات قد تتغير تركيبة الهيكل المالي التي قد تنعكس على الشركة إما سلبا أو إيجابا.

1-2 مشكلة الدراسة:

تؤثر طريقة التمويل في الشركة على ربحيتها وبالتالي لابد من اختيار هيكل التمويل المناسب أي الخليط الملائم من مصادر التمويل، مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير محددات الهيكل المالي عند الاختيار، لهذا جاءت هذه الدراسة لتتناول **العوامل المحددة للهيكل المالي للشركات المساهمة العامة في الأردن.**

أو بصورة أخرى فإنه يمكن أن تعكس مشكلة الدراسة من خلال الأسئلة التالية:

1. ما هي العوامل التي تؤدي بالشركات المساهمة العامة الأردنية الصناعية والخدمية إلى إتباع طريقة التمويل بالدين سواء قصير أو طويل الأجل؟
2. ما هي العوامل التي تؤدي بالشركات المساهمة العامة الأردنية الصناعية والخدمية إلى إتباع سياسة التمويل الذاتي ؟
3. هل تختلف العوامل المؤثرة في الهيكل المالي باختلاف الصناعة ؟
4. ما مدى توافق وتطابق طرق تمويل الشركات المساهمة العامة الأردنية مع نظرية ترتيب أولويات التمويل ؟

3-1 أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على:

1. العوامل المؤثرة على قرار التمويل بالدين سواء قصير أو طويل الأجل في الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان.
2. العوامل المؤثرة على قرار التمويل بحقوق الملكية.
3. مدى اختلاف العوامل المؤثرة في الهيكل المالي باختلاف الصناعة.
4. طرق التمويل بالشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق عمان ومدى تطابقها مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل.

4-1 أهمية الدراسة:

لا زال اختيار الهيكل المالي موضوعا جدليا يتسم بعدم الوضوح، خاصة لوجود عدة نظريات حاولت تفسير العلاقة بين الهيكل المالي والعوامل المحددة له. إذ أن اختيار تركيبات مختلفة لرأس المال بدون احتساب تأثير محددات الهيكل التمويلي عليها ينتج عنه كلف مختلفة، وبالتالي قرارات تمويلية مختلفة، و التي بدورها تؤدي إلى قرارات استثمارية أخرى قد تؤثر على القيمة السوقية للشركة أو ثروة مساهميها، مما يعيق تحقيق الأهداف المرسومة. ومن هنا تبرز أهمية الدراسة إذ تركز على العوامل المحددة للهيكل التمويلي ودرجة تأثيرها في صياغة الهيكل المالي للمنشأة سواء بالاعتماد على الدين أو حقوق الملكية كسبيل لتمويل احتياجاتها، خاصة وأن اختيار الطريقة الصحيحة للتمويل يضمن تحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة.

كما تحاول هذه الدراسة اكتشاف مدى اختلاف العوامل المحددة للهيكل المالي باختلاف قطاع الصناعة وكذلك درجة تأثير هذه العوامل في إتباع سياسة تمويلية معينة. ولا تكتفي بهذا

القدر بل تتطرق إلى السلوك التمويلي للشركات الأردنية ومدى خضوعها لنظرية ترتيب أولويات التمويل.

مما سبق يمكن القول بأن هذه الدراسة تعود بالنفع على إدارات الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان، من حيث أنها تبين أهم المحددات المرتبطة بصياغة الهيكل المالي إذ يساعد هذا في اتخاذ القرار التمويلي الذي يؤدي إلى تحسين الأداء للشركات والذي يساعد تحسين الأداء الاقتصادي للبلد المعني. كما تعود بالنفع على كل من المساهمين والمستثمرين والمهتمين إذ تمكنهم من الحكم على مستقبل هذه الشركات من خلال مصادر تمويل هياكلها المالية.

5-1 محددات الدراسة: تتسم هذه الدراسة بالمحددات التالية:

1. اختلاف السياسات المحاسبية المطبقة من شركة إلى أخرى في قطاع واحد، وخضوع كل قطاع إلى قوانين وأنشطة خاصة وأعراف غير موحدة، تعد من الأمور الخارجة عن السيطرة ولهذا تم الاعتماد على الأرقام الواردة في الميزانيات والتقارير السنوية كما هي دون تعديل مما قد تؤثر على نتائج الدراسة.
2. لم يؤخذ بعين الاعتبار التصنيف الدقيق داخل كل قطاع كعامل مؤثر في الدراسة، وهذا ما قد يؤثر في قابلية النتائج للتطبيق والتعميم.
3. اقتصرت هذه الدراسة على العوامل الداخلية المؤثرة على الهيكل المالي ولم تتطرق إلى العوامل الخارجية المتمثلة بالظروف الاقتصادية السائدة (الأزمة المالية) ومعدل التضخم وذلك لصعوبة السيطرة عليها.

6-1 منهجية الدراسة:

تم اختيار فترة الدراسة من 2005 الى غاية نهاية 2008 حيث تكون مجتمع الدراسة من 200 شركة صناعية وخدمية مدرجة في سوق عمان المالي، أما عينة الدراسة فتشكلت من 115 شركة صناعية وخدمية فقط ولغرض جمع البيانات تم الاعتماد على مختلف المصادر سواءا الأولية منها أو الثانوية. وقد خصص الفصل الرابع للحديث عن منهجية الدراسة بالتفصيل.

7-1 خطة الدراسة:

تتكون هذه الدراسة من ستة فصول بما فيها هذا الفصل الذي هو عبارة عن مقدمة لتحديد مشكلة الدراسة، وأهداف الدراسة، والجهات المختلفة التي يمكن أن تستفيد من الدراسة، بالإضافة إلى التطرق إلى محددات الدراسة. أما الفصل الثاني فقد تناول الإطار النظري للدراسة الذي تطرق إلى مفهوم الهيكل المالي ومكوناته، وخصائص مكونات الهيكل المالي، بالإضافة إلى العوامل المؤثرة فيه، وأهم النظريات التي يصاغ على أساسها الهيكل المالي.

وقد تناول الفصل الثالث الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية ومن ثم الخروج بفرضيات الدراسة بالإضافة إلى ذكر ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة. أما الفصل الربع فقد خصص للمنهجية المتبعة من أجل تحقيق أهداف الدراسة من خلال ذكر الأسلوب المتبع في الدراسة وفترة الدراسة، كما وتمت الإشارة إلى مصادر جمع البيانات بالإضافة إلى تحديد مجتمع وعينة الدراسة، ليتم بناء بنموذج للدراسة، ومنه اختيار أساليب المعالجة الإحصائية المناسبة. في حين خصص الفصل الخامس والفصل السادس لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، ونتائج الدراسة، بالإضافة إلى النتائج والتوصيات.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

- ✓ مفهوم الهيكل المالي
- ✓ مكونات الهيكل المالي
- ✓ العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
- ✓ نظريات صياغة الهيكل المالي

2-1 تمهيد:

لا يكتفي المدير المالي بالتعرف على مصادر الأموال المتاحة من أموال ممتلكة وأموال مقترضة، بل يسعى للحصول عليها بأفضل الشروط، خاصة أن الشركة تستطيع استخدام مصادر متنوعة من التمويل ذات كلف والتزامات مختلفة، والتي ينتج عنها عوائد إما ثابتة أو متغيرة، ليحدد بعد ذلك المزيج المناسب من تلك الأموال بغية التوصل إلى الهيكل المالي المثالي وتوزيعه على موجودات الشركة سواء كانت ثابتة أو متداولة، لتتمكن الشركة من ممارسة أعمالها التشغيلية التي تقود إلى تعظيم قيمتها. ولهذا سيتم التطرق في هذا الفصل إلى مفهوم الهيكل المالي، والعناصر المكونة له، والعوامل المحددة له، والنظريات المفسرة له.

2-2 مفهوم الهيكل المالي:

تتخذ الشركة بشكل دائم ثلاثة أنواع من القرارات تسهم بشكل كبير في صياغة الإستراتجية المالية، يرتبط النوع الأول من تلك القرارات بتشكيلة الأصول أي قرار الاستثمار، في حين يتعلق القرار الثاني بتشكيلة الخصوم وحقوق الملكية أي قرار التمويل، هذا الذي يمكن من تحديد الهيكل المالي **Financial Structure** المستخدم في تمويل الاستثمارات. أما القرار الثالث فهو قرار توزيع الأرباح الذي يحدد ما يساهم به التمويل الداخلي من أموال.

وقد عرف النعيمي والخرشة، 2007، ص138 الهيكل المالي للمنشأة "بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية".

في حين يرى أندراوس، 2006، ص401 بأن الهيكل المالي أو ما يعرف كذلك بالهيكل التمويلي للشركة هو "توليفة مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها. ويتكون الهيكل المالي للشركة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء

كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية ". وقد اعتبر Myers (1984) بأن الهيكل المالي للشركة هو ببساطة نتيجة تراكمية لقرارات التمويل التي يتبع فيها المديرون الماليون التسلسل الهرمي للموارد المالية المتاحة (Atrissi ,2007, p6).

ومن خلال ما سبق يمكن الخروج بالتعريف التالي : الهيكل المالي هو الطريقة التي يتم من خلالها تمويل أصول المنشأة، وذلك باستخدام التمويل بالدين سواء كان قصير الأجل (الخصوم المتداولة) أو طويل الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، والتمويل بالملكية. لهذا يمثل الهيكل المالي في الميزانية العامة بجانب الخصوم وحقوق الملكية.

لابد من الإشارة إلى أن هناك فرق بين الهيكل المالي وبين هيكل رأس المال **Capital Structure** هذا الأخير الذي يراد به التمويل طويل الأجل أو الدائم المجسد بكل من الديون طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، والأسهم العادية، والأرباح المحتجزة. في حين يعتبر الهيكل المالي مزيج من مصادر التمويل القصيرة والطويلة سواء كانت أموال ملكية أو ديون (Bhabatosh, 2005, p484). ويمكن إبراز الفرق من خلال المعادلة التالية:

هيكل رأس المال = الهيكل المالي – الخصوم المتداولة. غير أنه شاع استعمال مصطلح هيكل رأس المال **Capital Structure** بدلا عن الهيكل المالي**Financial Structure**، لكون معظم الشركات إن لم نقل كلها تعتمد على مصادر التمويل طويلة الأجل الدائمة، أكثر من مصادر التمويل القصيرة الأجل. وللتوضيح أكثر فلابد من التطرق إلى مكونات الهيكل المالي (مصادر التمويل) (Downes & Goodman, 2003,p 417; Pinteris, 2003, p1).

2-3 مكونات الهيكل المالي وخصائصها:

2-3-1 مكونات الهيكل المالي:

مما سبق يتضح أن الهيكل المالي يحتوي على كل أنواع مصادر التمويل، والتي يمكن تقسيمها تبعا لمعيار الأجل إلى صنفين هما: (اندراوس، 2006، ص368).

1. مصادر التمويل القصيرة الأجل: هي تلك الأموال التي تستخدمها المنشأة لتمويل عملياتها التشغيلية الجارية وتغطية رأسمالها العامل المتغير.

تعتبر مصادر التمويل القصيرة الأجل من الالتزامات الواجب سدادها في مدة لا تزيد عن سنة واحدة. كما وتظهر في عدة أشكال أبرزها الائتمان المصرفي**Bank Credit** والائتمان التجاري **Trade Credit** (النعيمي وخرشة، 2007، ص139).

2. مصادر التمويل طويلة الأجل: يزيد أجلها عن السنة، تستخدم لتمويل الأصول الثابتة في الشركة والجزء الثابت من رأس المال العامل منها القروض طويلة الأجل، والسندات، والأسهم، والتمويل التأجيري.

في حين تقسم هذه المصادر تبعا لمعيار العلاقة بالشركة إلى: (اندراوس، 2006).

1. مصادر التمويل الداخلية (الذاتية): تتمثل في الأموال التي يتم الحصول عليها من داخل الشركة من أهمها الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة، والاحتياطيات. ويطلق على هذا النوع من التمويل بالتمويل بحقوق الملكية.

2. مصادر التمويل الخارجية: يحصل عليها من خارج الشركة أبرزها القروض بأنواعها، والسندات، والتمويل التأجيري.

وفيما يلي سيتم التطرق لمختلف مصادر التمويل مع تسليط الضوء على خصائص، ومزايا، وعيوب كل نوع.

أولاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل

❖ **الائتمان التجاري:**

يحتاج المشتري إلى هذا النوع من الائتمان في حالة عدم كفاية رأسماله العامل لمقابلة حاجاته الجارية، وعدم مقدرته للحصول على القروض المصرفية (الحناوي، 2008، ص293) ولذلك يعرف الائتمان التجاري "أنه ذلك الائتمان القصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشترى عندما يقوم المشتري بشراء بضاعة أو مستلزمات بقصد إعادة بيعها"، حيث تظهر قيمة هذه المستلزمات في سجلات الشركة تحت عنوان "الحسابات أو الذمم الدائنة "(طنيب وعبيدات، 2009، ص139).

يأخذ الائتمان التجاري شكلين أساسيين هما:

1- الحساب التجاري أو ما يسمى بالحساب المفتوح Open Account:

يعتبر من أسهل أشكال الائتمان لتميزه بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل، وخاصة إذا كان العميل يتمتع بملاءة مالية جيدة من سمعة في السوق وقدرة على السداد. بعد منح الائتمان تشحن البضاعة بواسطة أجهزة الاتصال المتاحة دون مطالبة العميل بتقديم أي نوع من الضمانات أو توقيع أي مستندات (آل شبيب، 2009، ص142).

2- أوراق الدفع **Trade Note Payable:**

وفقا لهذا الشكل يقوم المشتري (المدين) بتوقيع ورقة تجارية (سند أذني أو كمبيالة) يتعهد فيها بسداد قيمة معينة لفرد معين (الدائن) في تاريخ محدد، وتظهر هذه الأوراق في جانب الخصوم من ميزانية المشتري تحت اسم" أوراق الدفع"، كما تظهر في جانب الأصول من ميزانية الدائن تحت اسم "أوراق القبض".

تحقق هذه الأوراق العديد من المزايا للدائن من أهمها سهولة إثبات المديونية في حالة تأخير المدين أو امتناعه عن السداد، فضلا عن إمكانية تظهيرها للغير، أو خصمها لدى البنوك لتحصيل قيمتها (غنيم، 2008، ص102).

❖ الائتمان المصرفي:

عندما تحتاج منشآت الأعمال إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأموال المتحققة داخليا (الأرباح المحتجزة)، فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي الذي يقصد به "مجمل القروض قصيرة الآجل التي تحصل عليها المنظمة من البنوك، وتلجأ المنظمات إلى هذا الائتمان لتمويل احتياجاتها الموسمية للأموال التي قد تتمثل في الزيادة الموسمية للمخزون السلعي وحسابات القبض" (غنيم، 2008، ص106).

هناك عدة أشكال للائتمان المصرفي ولكن سوف يتم التركيز على الشائع منها بعيدا عن التمييز بين المضمون منها وغير المضمون.

1- سلفة المدة الواحدة:

في هذا النوع يقدم العميل طلبا لأحد البنوك من أجل الحصول على مبلغ معين من المال لتغطية احتياجاته المالية المطلوبة. تتراوح مدة بعض السلف بالشهور غير أن الغالبية العظمى منها تمتد مدتها بين الشهر والثلاثة أشهر، وللحصول على هذا الائتمان يشرط البنك توفير ضمانات كافية عادة ما تكون المخزون السلعي، أو الأوراق المالية (غنيم، 2008، ص108).

2- الاعتماد المفتوح أو خطوط الائتمان Line of Credit

هو عبارة عن اتفاق غير رسمي بين المصرف والعميل يحدد بموجبه الحد الأقصى لقيمة القرض غير المضمون(Brigham et al, 2005, p623) .

يتم استخدام هذا النوع من القروض عندما تكون المنشأة بحاجة مستمرة للقروض قصيرة الأجل لمواجهة الاحتياجات الموسمية المتجددة، فهو يعتبر مصدر تمويل مرن يستفيد منه العميل بشكل شبه دائم كما ويمكن تجديد مدته لسنة إضافية أخرى(Sartoris, 1995, p339).

يحقق الاعتماد المفتوح العديد من المزايا والفوائد لكل من البنك والعميل، إذ يعفي البنك من إعداد الدراسات والبحوث اللازمة لتقييم المركز المالي للعميل في كل مرة يتقدم فيها هذا الأخير للحصول على قرض. أما بالنسبة للعميل فهو يوفر عملية التفاوض مع البنك لكن هذا لا يعني أن البنك يقدم هذا الاعتماد دون شروط، إذ يشترط بان يتم سداد القروض مرة واحدة على الأقل كل سنة، وذلك ضمانا لعدم تحول القروض من النوع قصيرة الأجل إلى النوع طويل الأجل، كما يمكن أن يفرض على العميل إتباع سياسة مالية معينة طوال فترة القرض. (اندراوس،2006، ص395)

في حالة عدم تمكن العميل من السداد في المدة المحددة يستخدم البنك لضمان استرداد جزء من الأموال المقترضة رصيد بمثابة سيولة إجبارية للمقترض غالبا ما تتراوح نسبة بين **10%** إلى **20%** من قيمة القرض الممنوح ويدعى هذا الرصيد "الرصيد التعويضي " Compensating Balance" (Brigham et al, 2005, p623) .

3- الائتمان المتجدد أو الدوار Revolving Credit:

عندما يصبح خط الائتمان اتفاقا رسميا يدعى بالائتمان المتجدد، وفي هذا النوع من الائتمان يكون البنك ملتزما من الناحية القانونية اتجاه عميله بإقراضه في أي وقت بالمبالغ التي يطلبها لقاء تحمل هذا الأخير مصاريف الالتزام والتي تتراوح بين **0,2%** إلى **0,5%** عن كامل الحد الأقصى المتفق عليه. ويتم في العادة تجديد الائتمان لفترة تتجاوز السنة، ونتيجة لهذه العملية يعد أحيانا من القروض متوسطة الأجل (آل شبيب، 2009، ص151؛ Sartoris, 1995, p342).

بالإضافة إلى الائتمان التجاري والقروض المصرفية فقد سادت في السنوات الأخيرة مصادر أخرى لتمويل منشآت الأعمال تتمتع بقابلية عالية للتسويق والتحويل إلى نقد، يمكن تداولها في السوق النقد و تتمثل في:

❖ الأوراق التجارية **Commercial Papers**:

"حسب المفهوم المصرفي تعرف الأوراق التجارية على أساس غايتها كأداة للتمويل القصير الأجل، إذ لا يشمل هذا التعريف في مضمونه الشيكات وشهادات الإيداع وإنما يقتصر على السند الأذني أو السند لأمر المعروف بالكمبيالة. حيث يقصد بالسند لأمر محرر مكتوب وفق شرائط مذكورة في القانون، ويتضمن تعهد محرره بدفع مبلغ معين بمجرد الاطلاع أو في معاد معين أو قابل للتعيين لأمر شخص آخر هو المستفيد أو حامل السند. وطبقا لهذا المفهوم تعرف الأوراق التجارية بأنها سندات لأمر قصيرة الأجل تصدر في السوق المفتوحة من قبل الشركات العالية الملاءة دون ضمانات معينة كالتزام على الجهة المصدرة نفسها" (عقل، 2008، ص429).

غير أن الأوراق التجارية المتواجدة في السوق الأردني بعيدة عن هذا المعنى الفني بل هي حسب المفهوم القانوني والذي يعرف الأوراق التجارية على أنها" صك يتم تحديده مستوفيا للبيانات التي ينص عليها القانون، على أن يتضمن التزاما تجاريا بدفع مبلغ نقدي واحد مستحق في تاريخ معين، مع إمكانية نقل الحق في اقتضائه من الشخص لأخر عن طريق التظهير أو المناولة، وأهم صوره سند السحب أو البوليصة أو السفتجة، وسند الأمر أو السند لأمر أو السند الأذني أو الكمبيالة، والشيك" (بني مقداد،2008، ص8،9).

للأوراق التجارية كغيرها من مصادر التمويل مزايا وعيوب فمن مزاياها اعتبارها منفذ استثماري جيد، حيث أن سعر الفائدة عليها يفوق استثمارات أخرى، كما يتمتع مصدرها بإمكانية استعادة المبلغ أو جزء منه قبل انتهاء المدة دون غرامة من قبل المشتري. أما من ناحية الجوانب السلبية للأوراق التجارية نجد احتمالية عدم وجود نقدية كافية لدى الشركات المستثمرة في الورقة التجارية في الوقت الذي تكون فيه

الشركة المصدرة للورقة التجارية بحاجة للتمويل، ويزداد الوضع تفاقما في حالة ما إذا كانت هذه الشركة تواجه صعوبات مالية مؤقتة لا يمكن تخطيها من خلال إصدار ورقة تجارية فتلجأ الشركة بذلك إلى البنك كمصدر للتمويل (العامري، 2007؛ Sartoris, 1995, p366).

❖ **القبولات المصرفية:**

هو التزام البنك بدفع مبلغ معين وبتاريخ معين إلى طرف ثالث لضمان طرف أخر (عميله)، أي أن البنك يقوم بالدفع عن مصدر القبول المصرفي العاجز عن الدفع في تاريخ الاستحقاق المثبت. يشبه القبول المصرفي الورقة التجارية في العديد من الخصائص فمن حيث أجلها والمتاجرة، إذ يشاع استخدامه في التجارة الخارجية مقارنة مع التجارة المحلية، كما لا تزيد آجاله عن **270** يوم، غير أن الاختلاف يبرز من ناحية الأسلوب المستخدم في الإصدار ودرجة المخاطرة. أما من ناحية التكلفة فتتمثل تكلفة القبول المصرفي في رسوم الالتزام أو عمولة الالتزام والتي تدفع مقابل التزام المصرف بالدفع (النعيمي والخرشة، 2006، ص153؛ Ross et al, 2002, p762).

❖ **المستحقات:**

المستحقات أو المتأخرات هي مطلوبات متداولة أنجزت ولكن لم يتم دفع تكاليفها، لأن ترتيبات الدفع تقتضي ذلك لتستفيد الشركة من هذه الأموال في تمويل استثماراتها قصيرة الأجل ومن أهم حسابات التكاليف المستحقة غير المدفوعة نجد الأجور والضرائب المستحقة، والإيجار المستحق، والفوائد غير المسددة.إن أهم ما يمتاز به هذا المصدر عن باقي المصادر اعتباره مصدر مجاني خالي من التكلفة كون الأموال الناتجة عنه هي مستحقة للغير تم التأخر في سدادها (أندراوس، 2006؛ العامري، 2007).

ثانياً: مصادر التمويل الطويل الأجل

تنقسم مصادر التمويل الطويلة الأجل إلى قسمين هما:

❖ **أموال الملكية أو مصادر التمويل طويلة الأجل الذاتية:** وتشمل كل من الأسهم، والأرباح المحتجزة، والاحتياطيات.

1- الأسهم:

يتكون رأس مال الشركة من عدة حصص متساوية يطلق على كل حصة لفظ "سهم"، وتنقسم هذه الأسهم إلى طبقتين الأولى لها حق الأولوية في الأرباح وأصحابها هم الملاك وتسمى بالأسهم الممتازة، أما الطبقة الثانية فيكون لها الحق فيما تبقى من الأرباح وأيضا فيما تبقى من الأصول وحملتها هم الملاك الباقون وتعرف بالأسهم العادية (الحناوي، 2000، ص306).

تعتبر الأسهم بغض النظر عن نوعها من مصادر التمويل طويلة الأجل لكون ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما كانت الشركة المصدرة قائمة ومستمرة، كما تعد الأسهم أحد أدوات سوق رأس المال إذ صرح قانون الأوراق المالية رقم **(76)** لسنة **2002** في المادة **(3)** أن أسهم الشركات المساهمة هي أحد الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصة عمان.

أ- الأسهم العادية Common Stock:

هو سند ملكية وله أكثر من قيمة هي القيمة الاسمية، والقيمة الدفترية، والقيمة السوقية، والقيمة التصفوية، وقيمة السهم حسب العائد غير أنه يصدر بالقيمة الاسمية إذ أشارة المادة **78** من قانون الشركات الأردني في رقم **22** لسنة **1997** أن القيمة الاسمية للسهم دينار واحد. يعد حملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة وملاكها ويتمتعون بعدة مزايا إذ لهم الحق في الاشتراك في الأرباح والخسارة، المشاركة في موجودات الشركة عند تصفيتها، الحق في الإدارة (التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة)، كما يتمتعون بأولوية الاكتتاب عند زيادة رأس المال ويدعى هذا الحق Preemptive right(عبد الله والسهلاوي،2009 ، ص419؛ Kieso et al, 2005, p727) .

ب-الأسهم الممتازة **Preferred Stocks:**

"يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة Hybrid Securities لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات" (**Pike &Neal,1993,p276**) فهي تشبه الأسهم العادية من حيث كونهما حق ملكية وليس لهما تاريخ استحقاق محدد، كما أن الشركة المصدرة لهما غير ملزمة بإعادة شرائهما من المساهمين مما يعني أنهما يمثلان مصدرا دائما للتمويل بالنسبة للمنشأة. أما تشابهها مع السندات فمن حيث أنهما يمثلان التزاما ثابتا على الشركة لدفع أرباح محددة في كل عام (عبد الله والسهلاوي، 2009، ص415).

في حين يبرز الاختلاف بين الأسهم الممتازة والعادية في المشاركة في الأرباح إذ الأسهم الممتازة لا تشارك في الأرباح إلا بقدر النسبة المحددة لها ولا تمنح حاملها حق التصويت، غير أن لها الأولوية عند توزيع الأرباح وفي قيمة الأصول عند التصفية، كما لها قابلية للتحول إلى أسهم عادية والعكس لا يجوز، بالإضافة إلى قابلية الاستدعاء. أما حملة اسناد القرض فيتمتعون بالأولوية على حملة الأسهم الممتازة في الحصول على العوائد (Kieso et al, 2005, p738).

"كما تعرف الأسهم الممتازة بأسهم التمتع وتحمل هذه الأسهم عادة مقسوم أرباح محدد، على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم أو مبلغ ثابت لكل سنة" (النعيمي والخرشة، 2006، ص159).

2- الأرباح المحتجزة **Retained Earning:**

تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك الشركة، أو لم يتم تجنيبه كاحتياطيات للشركة. تستخدم الشركة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسائر فهي بهذا تدعم وتقوي مركزها المالي. تشكل الأرباح المحتجزة أحد أهم أنواع التمويل الداخلي للمنشأة إذ تستخدم أحيانا كبديل عن إصدار أسهم عادية جديدة، غير أن المنشأة لا تستطيع توفير هذا النوع من التمويل إلا في حالة لم

تقم بدفع أرباح نقدية لحملة الأسهم العادية، الأمر الذي يجعل المستثمر لا يفضل احتجاز أرباحه ما لم تقدم المنشأة عائدا يكون مساويا للعائد الذي تحققه الأسهم العادية التي يمتلكها Brigham et al, 2005, p66).

لابد من التطرق إلى كل من ايجابيات و سلبيات التمويل بهذه الطريقة حيث تمتاز بالسهولة والتيسير، إذ لا تتطلب إجراءات صعبة للحصول عليها ولا تقديم ضمانات، كما تمتاز بالمرونة حيث تستخدم في أي وقت وبأي قيمة، أما من ناحية القيود والالتزام فهي لا تعد التزاما للمنشأة ينبغي سداده في وقت محدد. وتجدر الإشارة إلى تكلفتها التي هي أقل تكلفة من المصادر الأخرى لكن فعليا هي أكبر، تتمثل تكلفتها في تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار تلك الأرباح خارج المنشأة.

وبالرغم من هذه المزايا إلا أنه يجب ألا يغيب عن البال أن هذه الأموال عبارة عن أرباح متراكمة عبر السنوات، وتكون صغيرة الحجم في السنوات الأولى للاحتجاز مما يقلل من جدوى استخدامها. إضافة إلى ذلك فان ارتفاع حجم الأرباح المحتجزة قد يجبر المنشأة تحويلها إلى رأس مال وإصدار أسهم مجانية للمساهمين (عبد الله والسهلاوى، 2009، ص425).

3- الاحتياطيات:

تمثل الاحتياطيات مبالغ يتم تجنيبها من الأرباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمنشأة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع. ويتوقف تكوين الاحتياطيات على نتيجة أعمال المنشأة وتحقيقها للأرباح، ذلك أن الاحتياطي يشكل جزءا من الأرباح القابلة للتوزيع تقابله زيادة في الأصول يدخل ضمن حقوق ملاك المنشأة. ويتم حجز الاحتياطيات إما بمقتضى القانون أو النظام الأساسي للشركة كالاحتياطي القانوني، والاحتياطي النظامي، واحتياطي شراء سندات حكومية، أو قد يكون

تكوين الاحتياطيات بقرارات صادرة من مجلس الإدارة وبموافقة الجمعية العمومية للشركة كاحتياطيات التوسعات والتجديدات (اندراوس،2006 ، ص380) .

❖ مصادر التمويل طويلة الأجل الخارجية:

1-السندات (أسناد القرض) Bonds :

تمثل السندات صكوكا قابلة للتداول يعتبر حاملها دائنا في مواجهة المنشأة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل الثابت يدفع سنويا أو كل نصف سنة دون النظر للدخل الذي تحققه الشركة أو المنشأة، وذلك مع إعادة سداد أصل السندات عند حلول معاد الاستحقاق الذي غالبا ما يمتد من سنة الى **10** سنوات فأكثر(Raiborn & Watson, 2003, p190) .

لقد عرفت المادة **2\86** من قانون الشركات الأردني رقم **22** لسنة **1997** أسناد القرض على أنها: "وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أقرضوها للشركة قرضا طويل الأجل" وهذا يعني أن السندات تصدر بقيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين، كما وتعتبر المادة **(3)** من قانون الأوراق المالية رقم **76** لسنة**2002** اسناد القرض أحد الأوراق المالية القابلة للتداول في بورصة عمان مما يعني أن للاسناد قيمة سوقية قد تكون أعلى من القيمة الاسمية أو أقل، ففي حالة الزيادة سيحقق حامل السند مكاسب وفي حالة العكس فهو يتحمل خسارة.

تتعد أنواع وأشكال السندات التي تصدرها الشركات فمنها:

أ- **السندات المضمونة برهن أصول معينة Secured or Mortgage Bonds:**

تصدر هذه السندات برهن الممتلكات سواء أصول ثابتة غير منقولة كأراضي، مباني أو أصول ثابتة منقولة كالأوراق المالية ولا يسمح بالتصرف في هذه الممتلكات قبل توفير قيمة

السندات، وفي حالة تخلف الشركة عن سداد قيمة السند أو حتى فوائدة يمكن لحملة السندات العمل على بيع هذه الأصول للحصول على حقوقهم (Stickney& Weil, 2006, p400) .

تجدر الإشارة إلى أن الأصول التي قدمت كضمان للسند قد تكون خاصة بذلك الإصدار فقط ولا يمكن تقديمها ضمانا لإصدار أخر لتسمى في هذه الحالة **بالرهن المغلق**، أما إذا أمكن استعمالها لإصدار أخر فهي بذلك **رهن مفتوح** (طنيب وعبيدات، 2009، ص148) .

ب- السندات غير المضمونة Debentures Bonds:

الضمان الوحيد لهذه السندات هو سمعة المنشأة ومدى مقدرتها على تحقيق الأرباح، وبناءا على هذا يمكن القول أن قدرة المنشأة على إصدار هذا النوع من السندات ترتفع بزيادة ما تمتلكه من أصول ثابتة وبارتفاع قوة مركزها الائتماني. (Raiborn &Watson,2003,p190)

ج- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Bonds:

يتمتع حامل هذا النوع بخاصيتين هما حق في الحصول على عائد ثابت وتحويل السند في أي وقت إلى عدد محدد من الأسهم العادية أو حتى الأسهم الممتازة، مع فائدة أقل من تلك الممنوحة على السندات العادية (Stickney &Weil, 2006,p400).

د- السندات ذات العائد المتغير Floaters Bonds:

وتمثل هذه السندات وعد بدفع فوائد تتغير وفق التقلبات التي تحصل في معدلات الفائدة بالسوق. هذا النوع من السندات له فترة محددة، عادةً يحدد سعر فائدة مبدئي يستمر به لمدة **6** أشهر، على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الموجودة في السوق(Ross et al, 1999, p602) .

هـ-سندات الدخل Income Bonds:

وهي سندات تدفع لحاملها الفوائد عند تحقيق المنشأة أرباح كافية لتغطية تلك الفوائد. فهي تعد ذات مخاطرة عالية لحاملها وأقل مخاطرة للمنشأة المصدرة إذ أن عدم قدرة المنشأة على تسديد الفوائد المستحقة لا يؤدي إلى إفلاسها أو تصفيتها وهي بهذه الصفة تشبه الأسهم الممتازة. (Ross et al, 1999, p604)

و- سندات ذات القسيمة الصفرية Zero Coupon Bonds:

كما تعرف بالكوبون هذا النوع من السندات له فترة محددة، لذلك فإنها تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، وذلك إذا رغب بالتخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية وبين القيمة المدفوعة لشراء السند – سعر البيع – مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر .(Ross et al, 1999, p603)

على الرغم من وجود العوامل السابقة والتي تعتبر قيد يمنع اختيار السندات كطريقة للتمويل إلا أنه هناك أسباب أخرى تشجع الشركات وتدعوها لإصدار السندات من أهمها: المتاجرة، والملكية، والميزة الضريبية حيث يعتبر سعر الفائدة من النفقات التي تؤخذ بالحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة، كما أن إصدار السندات يتيح استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة وهذا ما يزيد من حجم الموارد المتاحة للتمويل (الحناوي، 2000، ص 312).

2- القروض طويلة الأجل:

"يعد هذا النوع من التمويل المقترض بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض (المنشأة) على تسديد فوائد دورية طيلة سنوات القرض، إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن توقيتات يتم الاتفاق عليها مع المقرض. وقد يكون الطرف المقرض منشأة مالية وسيطة (مصرف، شركة تأمين،

صندوق ضمان، أو تقاعد أو غير ذلك من الوسطاء)، وتتراوح آجال هذه القروض بين 3 سنوات إلى 15 سنة، منها ما هو مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، ولا شك أن هناك استثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان حسب قوة المركز المالي للمقترض" (النعيمي وخرشة، 2006 ، ص169).

بخلاف السندات تمنح القروض عن طريق التفاوض المباشر، الذي ينتهي بانتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما والمتعلقة بالجوانب التالية:

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه.
- الرهونات المرتبطة بالقرض.
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

ويتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما قد يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه.

لا تختلف آثار ومزايا وعيوب القروض الطويلة الأجل بالنسبة للمنشأة عن السندات، غير أن هذه الأخيرة تتميز بإمكانية استدعائها في حالة انخفاض أسعار الفائدة، في حين تتميز القروض بالسرعة باعتبارها نتاج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط، كما تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة النسبية بما يمكن المشروع من الحصول على احتياجاته بسرعة، بالإضافة إلى خاصية المرونة التي توفرها القروض وتبرز من خلال إمكانية تغيير بنود العقد في حالة حدوث تغيرات في الظروف الاقتصادية تستدعي ذلك، وهذا يصعب تحقيقه مع مصادر التمويل الطويل الأجل الأخرى (اندراوس، 2006، ص387).

3- الاستئجار أو التمويل التأجيري Leasing:

الاستئجار هو عقد يبرم بين طرفين هما المستأجر Leasee والمؤجر Lessor يلتزم بموجبه الطرف الأول بدفع مبالغ محدده وبتواريخ متفق عليها للطرف الثاني المالك لأصل من الأصول، مقابل انتفاع الطرف الأول وهو المستأجر بالخدمات التي يقدمها الأصل. أو بمعنى أخر هو تلك العملية أو الترتيب الذي يضمن شراء استخدام الأصل لمدة زمنية طويلة نسبيا دون تملكه ومن الأصول التي يشملها الآلات، والمعدات، والتجهيزات، وكذا في مجال النقل كالطائرات، والسفن والشاحنات، وتجهيزات التنقيب، والتعدين، وأنظمة الحاسب الآلي(Kieso et al, 2005, p1089) .

هناك عدة أنواع لعقود الاستئجار فمن جهة المؤجر يمكن تصنيف الاستئجار إلى:

أ- **الاستئجار التشغيلي Operating Lease:**

ويطلق عليه استئجار الخدمة Service lease لأنه يرتبط أساسا باستئجار التجهيزات والخدمات مثل: السيارات، وماكينات التصوير، والحاسبات الآلية.

في هذا النوع من الاستئجار يلتزم المؤجر بالصيانة وخدمة الأصول الرأسمالية المؤجرة مع احتساب هذه التكلفة عند تحديد قيمة الإيجار المتعين على المستأجر سداده، ومن أهم خصائص الاستئجار التشغيلي أجله أو مدته التي تكون أقل من العمر الاقتصادي للأصل، كما أنه قابل للإلغاء فهو بذلك يتيح للمستأجر التخلص من الأصل في حالة التطور التكنولوجي وظهور أصول أكثر تطورا. (عبد الله والسهلاوي، 2009، ص412؛ Kieso et al,2005, p1103)

ب- **الاستئجار الرأسمالي أو المالي Capital or Financial Lease:**

هو عقد بين المستأجر والمؤجر، يلتزم فيه المستأجر بدفع أقساط مالية للمؤجر نظير استخدامه لأصل ما، علما أن مجموع هذه الأقساط المالية يغطي قيمة الأصل بإضافة إلى تحقيق عائد مناسب للمؤجر.

يختلف الاستئجار المالي عن التأجير التشغيلي في ثلاث جوانب هي: أنه لا يتضمن تقديم المؤجر لخدمات الصيانة وكذلك نفقات التأمين والضرائب العقارية في حالة العقار، كما لا يمكن إلغاء العقد وفي حالة ما أراد المستأجر فعل ذلك فعليه أن يدفع ما تبقى من قيمة العقد دفعة واحدة. وعلى غرار الاستئجار التشغيلي فالرأسمالي يمتد حتى نهاية العمر الاقتصادي للأصل.لذلك يعد الاستئجار المالي من أشهر الطرق المتبعة لتمويل أصناف متعددة من الأصول كالبنايات، والمعدات، وحتى السيارات، والطائرات. ويدخل ضمنه كل من: الاستئجار المباشر الذي يعطي الحق للمستأجر باستخدام الأصل الذي يكون مملوكا لحد تاريخه. كذلك الاستئجار المرفوع مالياLeveraged Lease وهو ذلك الأسلوب الذي يكون فيه ثلاث أطراف هم: المستأجر الذي يقوم باقتراض نسبة من الأموال لاستخدامها في شراء الأصل، المؤجر الذي يمتلك الأصل، أما الطرف الثالث فهو المقرض الذي يقدم الأموال.

بالإضافة إلى هذه الأنواع يوجد البيع ثم الاستئجارSale-Lease Back الذي بموجبه تقوم المنشأة ببيع أحد الأصول الثابتة التي تمتلكها إلى منشأة أخرى، وبالوقت نفسه تجري ترتيبات لاستئجاره من المالك الجديد لمدة محددة من الزمن، وبموجب هذا الأسلوب فإن المنشأة البائعة تستلم قيمة الأصل بالكامل، وتقوم بتسديد بدلات إيجار دورية مقابل استئجاره من المالك الجديد. (Raiborn & Watson , 2003, p193; Keiso et al, 2005, p1104-1105)

للتمويل الاستئجاري مزايا وعيوب، فهو يعتبر مصدرا لتمويل السلع أو الأصول الرأسمالية وبأقل تكلفة مقارنة ببدائل التمويل المتاحة للمنشأة. تمكن المرونة في هيكل الإيجار التي يوفرها الاستئجار للمستأجر من الربط بين بدلات الإيجار والتدفقات النقدية المتحققة من الأصل المستأجر. كما وتعد الميزة الضريبية من ابرز العوامل التي تشجع الأخذ بالاستئجار خاصة أن

بدلات الإيجار تطرح من الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي تخفيف العبء الضريبي على المنشأة.

(Keiso et al, 2005, p1090)

أما عيوبه فهي تتمثل في:

- الاستئجار يكون لفترة محدودة فإذا عزمت المنشأة على الاستمرار في الاستئجار فلن تتمكن من ذلك إلا عن طريق زيادة قيمة قسط الإيجار.
- تكلفة الفوائد على بعض عقود الاستئجار أكبر من تكلفة الاقتراض المباشر.

2-4 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي:

تختلف تركيبة الهياكل المالية من شركة إلى أخرى، فبعضها يعتمد اعتمادا كليا على أموال الملكية، و البعض الآخر يغلب على هيكله المالي أموال الاقتراض، في حين يوجد بعض آخر يستخدم كلا المصدرين بنسب متقاربة. ويعود هذا الاختلاف إلى مجموعة من العوامل المحددة تتغير تبعا للحالة الاقتصادية العامة والحالة الداخلية وطبيعة عمل المنشأة. وسيتم التطرق لها بالتفصيل في الفصل الثالث تحت عنوان تطوير الفرضيات.

2-5 نظريات صياغة الهيكل المالي:

تعد دراسة الهياكل المالية للشركات من أهم موضوعات الإدارة المالية خاصة بعد تطور وسائل التمويل المختلفة، الأمر الذي جعل المهتمين بالفكر المالي منذ قرابة **40** سنة إلى يومنا هذا أمام حيرة وتساؤل حول كيفية اختيار الهيكل التمويلي الأمثل الذي يسعى إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن ونتيجة لذلك ظهر هناك اتجاهان التقليدي وآخر حديث يتضمنان أكثر من نظرية، كمحاولة لتجسيد العلاقة بين هيكل التمويل ومزيجه من الأموال المقترضة والأموال الممتلكة مع الأخذ بعين الاعتبار كلفة الأموال المرجحة وفيما يلي موجز هذه النظريات:

2-5-1 الاتجاه التقليدي:

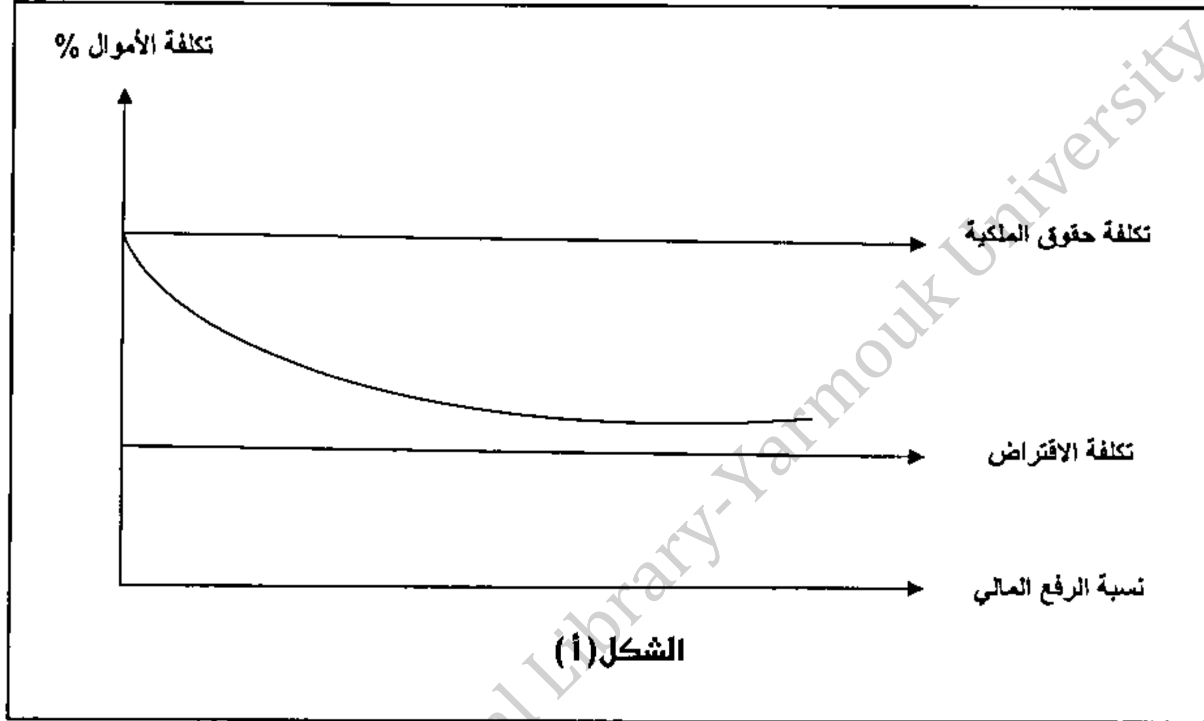
❖ نظرية صافي الربح Net Income Approach (NI):

يرى مؤيدو هذه النظرية أن تغيير نسبة الرفع المالي تؤثر في القيمة السوقية للشركة وكلفة الأموال المرجحة، فزيادة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضا في كلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى الارتفاع في القيمة السوقية للشركة(الزبيدي، 2008، ص533). ولذلك يرى أصحاب هذا المدخل أن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أموال الاقتراض فقط. (حناوي والعبد، 2002، ص317)

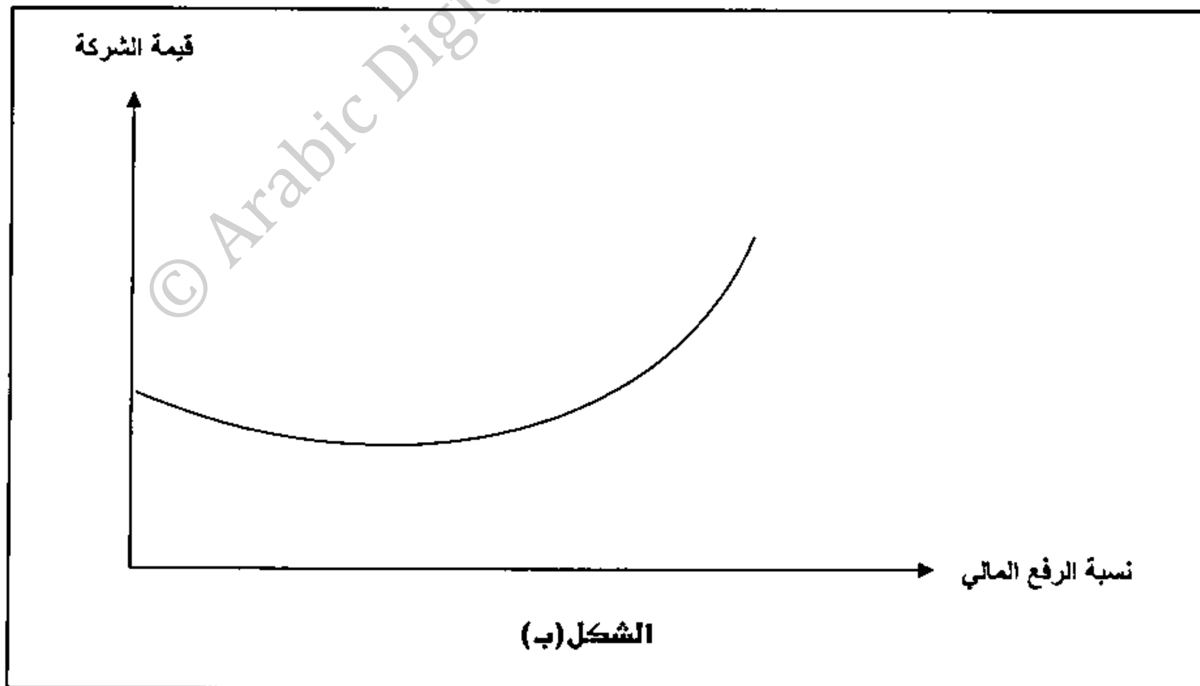
تقوم هذه النظرية على الافتراضات التالية:

- تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض، أي أن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر. ونتيجة لذلك معدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدلات الفائدة على السندات أو الاقتراض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.
- مادام المساهمون لا يعلمون بمردوديتهم المستقبلية فإنهم يشترطون علاوة مخاطرة ترتفع تبعا لارتفاع معدل الاستدانة. (بن ساسي وقريشي، 2006، ص348)
- زيادة الاعتماد على الاقتراض حسب هذه النظرية تعني الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبيا مقارنة بأموال الملكية، الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال. ومع ثبات الربح صافي الذي يؤدي إلى زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين فتزداد القيمة السوقية للشركة.

ويمكن إبراز العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وقيمة الشركة وفق نظرية صافي الربح في الشكل(2-1) التالي:



الشكل(أ)



الشكل(ب)

الشكل(2-1): العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال المرجحة وقيمة الشركة.

المصدر: (الزبيدي، 2008، ص539) و(هندي، 2008، ص99)

كما يبدو من الشكل (أ) تكلفة الأموال تتناقص تحت تأثير تزايد نسبة الاقتراض (مصدر التمويل أقل تكلفة) وانخفاض نسبة حقوق الملكية (مصدر أكثر تكلفة) وذلك مع ثبات تكلفة كل من الأسهم والسندات عند مستويات مختلفة من الاقتراض، وهذا الانخفاض لتكلفة الأموال يكون مصاحبا لارتفاع القيمة السوقية للشركة مما يعني أن أفضل هيكل تمويلي في ظل هذه النظرية هو الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة. (هندي، 2008، ص98).

وقد وجه لهذه النظرية مجموعة من الانتقادات أولها إهمالها للمخاطر المالية المرتبطة بأثر الرفع المالي الذي كان من المفترض أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض الأسهم لتقلبات أكبر بزيادة الاقتراض، كما أنها تتجاهل التكاليف الإضافية التي تتحملها الشركة عند محاولتها الاستفادة من مزايا أثر الرافعة.

وباعتبار أن النظرية تنطلق من أن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين يبقى ثابتا وأن قيمة الشركة ترتفع بالاستفادة من أثر الرافعة، فإنه ابتداء من نقطة معينة يكون من العبث تصور أن المساهمين يظلون دون رد فعل أمام ارتفاع معدل الاستدانة، بل سيأخذون بعين الاعتبار المخاطر ليرفعوا في العائد المطلوب تدريجيا، ومن جهة أخرى يصبح المقرضون حساسين أكثر للمخاطر المرتبطة باستدانة الشركة فيطلبون معدلات فائدة مرتفعة.

بالرغم من الطابع غير الواقعي لهذه النظرية تبقى مصدر توريد لأنماط تحليلية يمكن الرجوع إليها في إعداد وتنفيذ وفهم السياسة المالية والاستثمارية للمنشأة.

❖ **نظرية صافي ربح العمليات Net Operating Income Theory (NOI):**

تقوم هذه النظرية على أساس أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغيير نسبة الاقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، وذلك بسبب المخاطر المالية أو بمعنى آخر التغيير في الرفع لا يسبب أي تغيير في كلفة الأموال

المرجحة ولا في القيمة السوقية للشركة التي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائد القيمة السوقية للقروض، لتكون بذلك القيمة السوقية للشركة مستقلة عن أي تغيرات في هيكل التمويل وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات كلفة الأموال المرجحة. (هندي،2008،ص100؛ الزبيدي،2008،ص540)

تقوم هذه النظرية على خمس فرضيات أساسية متبلورة حول:

1- تتحدد القيمة السوقية للشركة بخصم أرباح العمليات المتاحة وليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين الاقتراض والملكية.

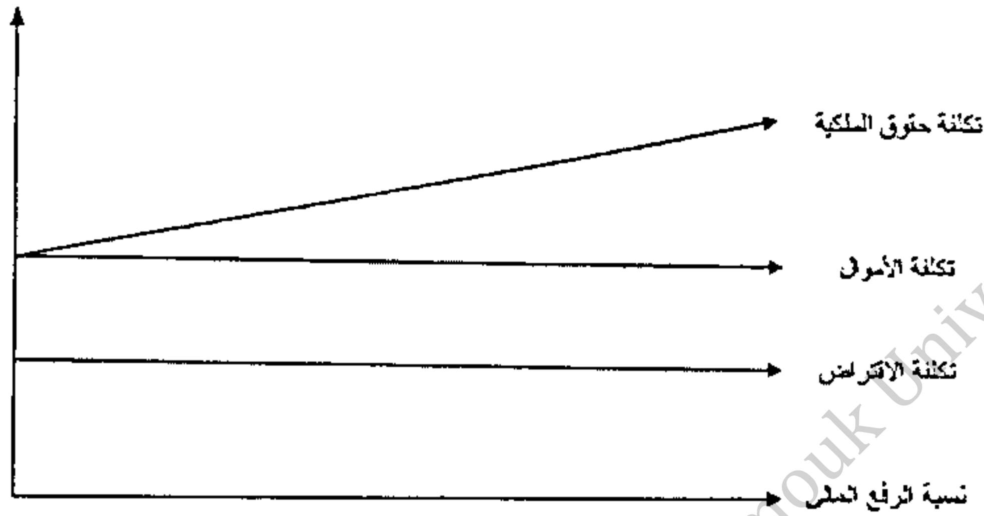
2- يتحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل خصم تكلفة الأموال لا يتغير أيضا.

3- الاعتماد المتزايد على الاقتراض وهو مصدر أموال أقل تكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك. ولذلك فان المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض تضيع نتيجة مطالبة الملاك لمعدلات خصم أعلى لتعويضهم عن ارتفاع درجة الخطر التي يتعرضون لها.

4- معدل الفائدة (تكلفة السندات) التي يتعرضون لها.

5- لا توجد ضرائب على دخل الشركات. (الحناوي والعبد، 2002، ص323).

ولأخذ نظرة واضحة فلا بد من تصور منحنى تكلفة الأموال في ظل نظرية ربح العمليات وهذا ما يبرزه الشكل (2-2)



الشكل (2-2): تكلفة الأموال في ظل نظرية ربح العمليات

المصدر: (الزبيدي، 2008، ص546)

يشير المنحنى إلى ثبات تكلفة التمويل بالقروض كما يشير إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية وتكلفة حقوق الملكية.

حسب فرضيات هذه النظرية الزيادة في تكلفة الأموال ينجم عنها ارتفاع تكلفة حقوق الملكية ليعوض بانخفاض مماثل في كلفة الاقتراض فيصبح من المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض، هذا الأمر ينفي وجود هيكل مالي مثالي فسواء اقترضت المنشأة أم لم تقترض وسواء زادت نسبة الاقتراض أو نقصت فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المنشأة. (هندي، 2008، ص103).

❖ **المدخل التقليدي Traditional Approach:**

يعكس المدخل التقليدي وجهة نظر وسيطة بين كل من مدخل أسلوب صافي الربح (NI) وأسلوب صافي ربح العمليات(NOI)، وفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المنشأة يمكن أن ترتفع مع انخفاض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض.(الحناوي والعبد، 2002، ص330)

معنى ذلك أن هذه النظرية مؤيده لوجود هيكل تمويل مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنشأ عند نقطة اقتراض مثلى تحققها تشكيلة مميزة من مصادر التمويل بالدين وبحقوق الملكية التي تجعل

بدورها كلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون بذلك القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي. (الزبيدي، 2008، ص547)

بالإضافة إلى هذه الفرضية فأصحاب هذا الاتجاه يفترضون أن معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين (الدائنون والملاك) يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع، غير أنهم لم يربطوا بين ارتفاع تكلفة التمويل المصاحبة للزيادة في نسبة الاقتراض وتكاليف الإفلاس. ويرون أن تغيير تكلفة الأموال الناتجة عن التغيير في الهيكل المالي يتم على ثلاث مراحل كالتالي:

المرحلة الأولى: تتصف هذه المرحلة بظهور تغيرات بطيئة في كلفة أموال الملكية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، هذه الأخيرة التي تتصف في هذه المرحلة بالثبات الأمر، الذي يجعل القيمة السوقية للشركة تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في هيكل التمويل الناتج عن التغيرات التي تحصل في كلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض.

المرحلة الثانية: تستخدم الشركة في هذه المرحلة نسبة من الرفع المالي تكون غير مؤثرة على القيمة السوقية، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض كلفته مقابل الارتفاع بنفس المقدار في كلفة أموال الملكية تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.

المرحلة الثالثة: هنا تتجاوز الشركة نقطة الاقتراض المثلى بسبب الزيادة في معدل العائد المطلوب من طرف الملاك، مما يعني ضياع تام لميزة الاعتماد على القروض كمصدر تمويل رخيص، هذا ما يسبب ارتفاع كلفة الأموال المرجحة لتسبب هذه الأخيرة في انخفاض القيمة السوقية للشركة. (الزبيدي، 2008، ص549)

2-5-2 الاتجاه الحديث:

وقد ظهر هذا الاتجاه منذ أن قام Modigliani & Miller بتقديم دراسة سنة **1958** التي لازال يتجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالإدارة المالية، لتتوالى بعد ذلك الأبحاث والنظريات التي تتناول دراسة الهيكل المالي وسيتم التطرق إلى أهم هذه النظريات:

❖ **نظرية MM Theory :Modigliani & Miller**

برهن الباحثان من خلال مقالتهما المنشورة سنة **1958** النظرية القائلة بأن قيمة الشركة وتكلفة الأموال المرجحة مستقلان عن هيكل المالي للشركة، إذ تمكنا وبطريقة منطقية في ظل افتراضيات معينة باكتشاف عدم وجود علاقة لهيكل تمويل الشركة بطريقة تمويلها لعملياتها. وتتمثل هذه الافتراضات في:

1- لا وجود للضريبة على دخل الشركات.

2- خطر الأعمال ثابت فالشركات التي تعمل في نفس الصناعة تكون متجانسة من حيث الخطر.

3- لا وجود للنمو في التدفقات النقدية.

4- لا وجود لتكلفة الإفلاس.

5- سوق كامل و تتوفر فيه البنود التالية:

أ- لا توجد تكلفة للإصدار أو تكلفة للمعاملات.

ب-للمستثمر حق في شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغر حجمها.

ج- يستطيع المستثمر الاقتراض و الإقراض بنفس المعدل.

(Ross, 1977, p23) (Atrissi, 2007, p5) (Moyer et al, 2007, p419)

قام Modigliani & Miller بتطبيق فرضياتهم على شركتين واحدة تعتمد على الديون في حين الثانية لا، لتكون النتيجة أن القيمة السوقية لأي شركة لا تتأثر بهيكل رأسمالها، أي أن

القيمة السوقية للشركة الممولة كليا بحقوق الملكية يساوي القيمة السوقية للشركة التي تعتمد على حقوق الملكية والاقتراض معا، وهذا ما يؤكد استقلالية تكلفة الأموال المرجحة عن صياغة الهيكل التمويلي.

ويعبر عن نموذجهما بالمعادلة التالية:

$$V_U = V_L$$

حيث تمثل

V_U: القيمة السوقية للشركة الممولة كليا بحقوق الملكية.

V_L: القيمة السوقية للشركة الممولة كليا بحقوق الملكية والاقتراض.

أكد Modigliani & Miller على أنه إذا لم يتحقق التساوي بين القيمتين فسوف يظهر المراجحون لإتمام العلاقة التوازنية، وأطلقا على هذه العملية اسم المراجحة Arbitrage Process والتي يقصد بها إعادة التوازن بين قيمة شركتين متماثلتين في كل شيء ماعدا السياسة التمويلية. كما ويرى كل من Modigliani & Miller أن الاختلاف بين القيمتين هو اختلاف مؤقت وأن عملية المراجحة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة الشركتين.

وقد واجهت هذه النظرية عدة انتقادات من حيث أن حالة التوازن في سوق المنافسة قد لا يستمر طويلا، كما أن المعلومات لا يمكن أن تكون متوفرة بالكيفية التي افترضها Modigliani & Miller لأن بعض الشركات إن لم تكن جميعها حذرة من الإفشاء بالمعلومات تخوفا من الضرر بمصلحتها بالإضافة إلى هذا هناك شك في إمكانية الاقتراض بالمعدل نفسه.

Ross, 1999, p418-421; 557-555 الزبيدي، 2008، ص;Moyer et al, 2007, p422)

ليأتي الباحثان بمقال سنة **1963** يهدف إلى تعديل النموذج السابق من خلال تعديل الفرضيات حيث اعتبرا تصرف المستثمرين غير عقلاني مع وجود تكلفة للمعلومات، ووجود تكلفة وساطة والمبادلة بالإضافة إلى وجود ضرائب على الدخل، وعدم وجود منافسة تامة في السوق.

ليظهر النموذج الجديد والذي مفاده إمكانيةُ رفع قيمةُ الشركةُ بما يوازي قيمةُ المنفعةُ الضريبيةُ المحققة من خلال التمويل بالدين. ويمكن التعبير عن المقترح من خلال المعادلة التالية:

$$V_L = V_U + TB$$

V_L: القيمة السوقية للشركة الممولة كليا بحقوق الملكية والاقتراض.

V_U: القيمة السوقية للشركة الممولة كليا بحقوق الملكية.

T : معدل الضريبة.

B: قيمة الدين في هيكل الشركة.

TB: قيمة الوفر الضريبي المجني من الاقتراض.

وقد توصلا إلى أن الضريبة على أرباح الشركات تقود إلى تفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة، وبأن قيمة الشركة التي يتضمن هيكلها المالي على ديون تفوق قيمة مؤسسة مماثلة ولكن يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط، كما يرى الباحثان على ضرورة أن لا يزيد أو يقل الفرق بين المؤسستين عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

(Moyer et al, 2007, p424; Atrissi, 2007, p5)

❖ **نظرية العلاقة التوازنية:** (TOT) Static Trade-off Theory

تعد هذه النظرية امتدادا لنظرية Modigliani & Miller **1963** غير أن نظرية العلاقة التوازنية تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإفلاس والوكالة، فحسب افتراضات Modigliani & Miller تكلفة الإفلاس معدومة وعليه المقرض لا يطلب عائدا مرتفعا مهما زاد حجم الاستدانة بالشركة، غير أن الحقيقة تقتضي غير ذلك فالمقترض يطلب سعر فائدة مرتفع بسبب زيادة المخاطر المالية التي يتحملها محاولا بذلك تغطية تكلفة الإفلاس. (Moyer et al, 2007, p 425).

فحسب Myers **1984** الشركة التي تتبع نظرية المبادلة (نظرية العلاقة التوازنية) تتمكن من تحديد الحجم المستهدف من المديونية وتتحرك بعدها تدريجيا لبلوغه، يتم هذا التحرك بالموازنة بين الأثر الايجابي الذي تحدثه الوفرات الضريبية مع الأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس.

وبتحقيق الموازنة تتمكن الشركة من الوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يرفع من قيمتها السوقية وقد طورت بعد ذلك هذه الفكرة(Mihalca, Antal, 2009, p109-110) سنة **1973** على يد Krams & Ltzermberger.

في ظل نظرية العلاقة التوازنية يمكن الربط بين القيمة السوقية للمنشأة وتكلفة الأموال التي تشمل كلا من تكلفة حقوق الملكية والاقتراض، فكلما كانت تكلفة الأموال المقترضة رخيصة نسبيا تزداد نسبة الأموال المقترضة لتصل إلى الحد الذي تكون فيه تكلفة الإفلاس والوكالة أقل من الوفرات الضريبة الأمر الذي يقود إلى انخفاض في متوسط تكلفة الأموال، وباستمرار على هذا النحو يتم البلوغ للنقطة التي تتساوى فيها تكلفة الإفلاس والوكالة مع الوفرات الضريبية وهنا تصل تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى والقيمة السوقية للشركة لحدها الأقصى. بالتالي الفكرة الأساسية لهذه النظرية ترى أن الحجم الأمثل للمديونية الذي يرفع القيمة السوقية للشركة يتحقق عندما تتساوى منافع الاقتراض مع تكاليف الاقتراض أو بمفهوم أخر هذه النظرية تدعم الفكرة القائلة أنه يوجد حجم أمثل للاقتراض بعده تنخفض القيمة السوقية للشركة وهذا يتفق مع أفكار رواد الفكر التقليدي. (هندي، 2008،ص 220)

وقد خلصت هذه النظرية إلى وجود علاقة بين الرفع المالي والعوامل المحددة له على النحو التالي: علاقة ايجابية بين الرفع المالي وكل من الربحية والحجم والوفرات الضريبية أما مع الخطر المالي وفرص النمو فكانت عكسية.Daskalakis & Psillaki, 2009, p10- 13; (Allayannis et al, 2003, p 2678 ;Ramllal, 2009, p86-88)

❖ نظرية ترتيب أولويات التمويل Pecking Order Theory (POT):

تطورت هذه النظرية عن طريق Myers 1984 وMyers & Majluf 1984 وهي لا تهدف لتفسير نسب المديونية بقدر ما تبحث في تغير نسب المديونية عبر الوقت، حيث ترى نظرية (POT) أن هناك ترتيبا هرميا محددا لمصادر التمويل المختلفة إذ يفضل التمويل الداخلي عن الخارجي والاقتراض بدلا عن الإصدارات الجديدة، معنى ذلك أن الشركة تعتمد بالدرجة الأولى على الأرباح المحتجزة وفي حالة عدم كفايتها لها الأولوية في الاقتراض من البنك ليكون آخر منفذ هو الإصدارات المختلفة والتي تكون حسب الترتيب التالي: إصدار السندات، إصدار الأسهم العادية، وهذا الترتيب تحكمه تكلفة الإصدار التي ترتفع تدريجيا تبعا لنوع الإصدار مما يجعل قرار بناء الهيكل المالي للشركة حسب نظرية (POT) يتأثر بتكلفة التمويل الحالية والمستقبلية.

إن نظرية ترتيب أولويات التمويل معاكسة لنظرية العلاقة التوازنية، كونها لا تدعم فكرة وجود مستوى دين مثالي بل ترى أن اعتماد الشركة على الاقتراض لا يتم إلا في حالة عدم توفر التدفقات النقدية الداخلية لتمويل النفقات الرأسمالية. ومعنى هذا أن الشركات ذات الربحية العالية ينخفض فيها مستوى الاستدانة لكونها تتوفر لديها الأموال الداخلية التي تغنيها عن الديون، بل يتم استخدام الدين لزيادة الاستثمارات والتوسعات. فحسب نظرية (POT) هناك علاقة عكسية بين نسبة الرفع والربحية وطردية مع النمو غير أن هذه العلاقة غير مؤيدة لكون زيادة الاستثمار بالاعتماد على الدين تهدد مصلحة الملاك إذ يتم الاقتطاع من الأرباح المحتجزة ليدفع للمقرضين وهذا ما يجعل قيمة الشركة تنخفض. كما وكشفت بعض الدراسات على وجود علاقة عكسية بين مستوى الدين وخطر التعثر، فالشركة التي تواجه تعثر تبتعد عن الديون وتحاول تعديل ميزانيتها والاستثمار في رأس المال العامل الذي يحوي المخزون والأصول السائلة.

(Benito, 2003, p9-13; Belin et al, 2004, p2-4; Moyer, 2007, p431)

ويمكن تلخيص ذلك في الجدول (2-1): العلاقة بين الرفع المالي والعوامل المحددة له

في ظل نظرية ترتيب أولويات التمويل كالتالي:

جدول (2-1): العلاقة بين الرفع المالي والعوامل المحددة له في ظل نظرية ترتيب أولويات التمويل

العامل المحدد	نوع العلاقة
الربحية	(-)
هيكل الأصول	(+)
التعثر المالي	(-)
الحجم	(-) (+)
النمو	(-)
الوفرات الضريبية	(-)

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على:

(Ramllal, 2009, p86-88; Benito, 2003, p9-13; Gibson, 2002, p5; Allayannis et al, 2003, p2678; Daskalakis & psillaki, 2009, p10-13; Vonlgaris et al, 2004, p249-250).

❖ **نظرية الوكالة Agency Cost:**

ظهرت الفكرة الكلاسيكية لهذه النظرية سنة **1932** من طرف Berle & Means لتطور بعد ذلك على يد W.Meckling & M.Jensen سنة **1976**.

(Simerly & Mingfang, 2000, p34; Moyer, 2007, p428)

تسعى هذه النظرية إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل وذلك لدحض فرضية غياب التضارب بين مصالح مختلف الأعوان الذين لهم علاقة بحياة المؤسسة، فقد أدخل كل من Meckling &Jensen التخمين المتعلق بتعدد أهداف الشركاء التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان وانعكاس ذلك على مسألة اختيار الهيكل المالي، حيث تفترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمدراء الشركة تدفعهم إلى سلوك يكون مغايرا فيما لو كانوا مساهمين. والجدير بالذكر أن علاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح فهي تؤدي إلى بروز

تناقض في المصالح بين المدير والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمقترضين من جهة أخرى. فالتضارب بين المدير والمساهمين له عدة أوجه كأن يعمل الوكيل على تحويل الثروة لصالحه لكونه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، هذا يحصل عادة عندما تكون حصته بالشركة قليلة. أو كأن يصر المدير على استمرار نشاط الشركة في حين يرى المساهمون ضرورة التصفية، بالإضافة إلى ظاهرة الاستثمار باستخدام التدفقات النقدية الفائضة "Free Cash Flow" في حين يرى المساهمون أنه من الأفضل توزيعها.

ولهذا ترى Jensen(1986) و Williams (1988) الاستدانة على أنها أداة فعالة للتقليل من هذه المشاكل إذ يعرف كل من الدين على أنه أداة تأديبية لضمان إعطاء المديرين الأفضلية لحملة الأسهم وخلق ثروة لهم، لذلك نجد الشركات ذات الربحية العالية تستخدم الديون بدلا من التدفقات النقدية الفائضة من أجل الحد من نطاق المدير ومنعه من استخدام موارد الشركة لأغراضه الشخصية. إن الاستدانة تعمل على التقليل وبشكل فعال من تكاليف وكالة الأموال الخاصة المرتبطة بتضارب المصالح بين المدير والمساهمين غير أنها تخلق من جهة أخرى خلاف بين المساهمين والمقرضين فتكون سبب في تكاليف وكالة من صنف آخر.

(بن ساسي وقريشي،2006 ، ص381)، (Allayannis et al, 2003, p2680; Simerly, 2000, p34;

من بين المشاكل التي يواجهها الملاك والمقرضون تتمثل في عدم تماثل المعلومات بينهم مما يزيد مخاطر عدم التأكد عند المقرض، إذ بسبب انعدام المعلومة يمكن أن توجه الشركة رؤوس الأموال المقرضة إلى استثمارات ذات مخاطرة عالية مقابل رفع قيمة الاستثمار، أما في حالة توافر المعلومات الداخلية اللازمة يمكن تفادي هذا.

وتتنبأ نظرية الوكالة بالعلاقات التالية بين الرفع المالي والعوامل المحددة له الموضحة بالجدول التالي:

جدول(2-2): العلاقة بين الرفع المالي والعوامل المحددة له في ظل نظرية الوكالة

العامل المحدد	نوع العلاقة
الربحية	(+) (-)
هيكل الأصول	(+)
التعثر المالي	(+)
الحجم	(-)
النمو	(+) (-)

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على:

(Huson et al, 2009, p61; Allayannis & et al, 2003, p2678; Daskalakis & psillaki, 2009, p9-13; Vonlgaris et al, 2004, p249)

❖ **نظرية الإشارة Signalling Theory:**

تقوم هذه النظرية على قاعدة معاكسة لافتراضات Modigliani & Miller، حيث افترض الباحثان أن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين، أي أنهم متساوون بخصوص مستقبل المؤسسة وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي Symmetric Information. ولكن غالبا ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات والذي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، كما لا يمكن أن تكون المعلومات المتوفرة في السوق بالضرورة حقيقية وصادقة لذلك تسمى هذه الحالة بحالة عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information.

يرى مؤيدو هذه النظرية أنه بإمكان المديرين في الشركات الجيدة إعطاء إشارات خاصة وفعالة بحيث سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. وتستند نظرية الإشارة على فكرتين أساسيتين هما

- **نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات:** حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تقديم معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين، وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة فهي لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة

- **تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة:** إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو شروط خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي .كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسببها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.

حسب نظرية الإشارة الشركات التي تتوقع من استثماراتها عائد مرتفع تفضل اللجوء إلى الدين لتمويل هذا الاستثمار بدلا من إصدارها أسهم حتى ينفرد المستثمرون الحاليون والمديرون بهذا العائد، والعكس صحيح فالشركات التي تتوقع ظروفًا أسوأ تبحث عن مساهمين جدد بدلا من الرجوع إلى الاقتراض، وذلك حتى يتقاسم الأفراد الجدد مع القدماء الخسائر المتوقعة، ولتتجنب الشركة آثار الدين السلبية كل هذا يحدث في الظروف التي تكون فيها المعلومات غير متماثلة. أما في حال تماثل المعلومات فإن رد فعل المستثمرين سيكون سلبيا وذلك بتحديد قيمة أقل للشركة التي تطرح أسهمًا، وقيمة أكبر للشركة التي تطرح سندات، وبناء علية فإن نظرية الإشارة تقول أن طرح أسهم جديدة يخفض من قيمة السهم وطرح الدين سواء سندات أو أسهم ممتازة سوف يرفع من قيمة الشركة .أما فيما يتعلق بحجم الاقتراض فإن هذه النظرية تفترض أن المستثمرين من خارج الشركة يرون أن نسبة الاقتراض المرتفعة للشركة دلالة على قوة الشركة وامتلاكها لأصول يمكن أن تقدمها كضمان للمقرضين ، في حين لا تستطيع الشركات ذات نسب الاقتراض المنخفضة تقديم ذلك.

(دادن، 2006، ص112؛ بن ساسي والقريشي، 2006، ص391)، (Moyer, 2007, p430-431)

الفصل الثالث

الدراسات السابقة وصياغة الفرضيات

- ✓الدراسات السابقة
- ✓ما يمز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة
- ✓فرضيات الدراسة

3-1 الدراسات السابقة ذات الصلة:

تم الاطلاع على العديد من الدراسات التي تناولت دراسة الهيكل المالي ومصادر تمويله وتقلب نسب مكوناته، وأهم العوامل التي تؤثر على تحديده، سواء كان ذلك على المستوى المحلي أو المستوى العالمي، كما رتبت وفقا لتسلسلها الزمني وتم فصل الدراسات العربية عن الأجنبية كما يلي:

- **3-1-1 الدراسات العربية:**

1. دراسة (هياجنه،2001) بعنوان: **"أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن"**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن خلال الفترة (1990-1999)، وقد اعتمد الباحث على عينة صغيرة بلغت **12** شركة كعينة للدراسة منها أربع شركات صناعية كبيرة الحجم والباقي صغير الحجم. حيث تم هذا التقسيم باستخدام الوسط الحسابي لحجم رأس المال.

تم صياغة نموذج الدراسة من تسعة متغيرات مستقلة شملت :تركز الملكية، والأصول القابلة للضمان والوفورات الضريبية من غير فوائد القروض، والرافعة المالية، وتفرد الشركة، ونمو الشركة، وحجمها والمخاطر التشغيلية. وهذه المتغيرات تمثل محددات هيكل رأس المال، أما المتغير التابع فيمثله الأداء المالي وتم قياسه باستخدام نسبتي العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.

وبعد تحليل البيانات بمختلف الأساليب الإحصائية الملائمة من تقنيات تحليل الانحدار المتدرج وRatio T, واختبار F, واختبار داربن واستن بالإضافة إلى التحليل الوصفي توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- اعتماد الشركات الأردنية الصناعية على مصدرين رئيسيين للتمويل متمثلين في التمويل الداخلي وذلك برأس المال المدفوع، والاحتياطيات والثاني المتمثل في التمويل الخارجي المكون من القروض طويلة الأجل.
- شكل التمويل الذاتي 75% من هيكل رأس المال الكلي للشركات محل الدراسة إذ تعتبر حصة كبيرة في حين لم تشكل القروض سوى 25%.

أما فيما يخص أثر المحددات على الأداء فقد وجدت الدراسة:

- علاقة عكسية بين المخاطر التشغيلية والأداء و بين تركز الملكية والعائد على حقوق الملكية وذلك في الشركات كبيرة الحجم، أما في الشركات صغيرة الحجم فقد وجدت علاقة سلبية ضعيفة بين تركز الملكية ومقاييس الأداء .
- علاقة عكسية مهمة بين الأصول القابلة للضمان والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، وكذلك علاقة من نفس النوع بين الحجم وتركز الملكية من جهة والعائد على حقوق الملكية من جهة أخرى.

2. دراسة **(عبد الله والصديق، 2002): "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية".**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المحددة للهيكل التمويلي، ومدى تأثير كل عامل منها على مقدرة المنشآت موضوع البحث في الحصول على التمويل. شملت هذه العوامل كل من:حجم المنشأة المقاس باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول، والربحية المقاسة بالربح قبل الفوائد والضريبة/ مجموع الأصول، والسيولة المقاسة بنسبة الأصول المتداولة/ مجموع الخصوم المتداولة، والضمانات الممثلة بنسبة الأصول الثابتة على مجموع الأصول، بالإضافة إلى معدل النمو الذي

يعبر عنه بالتغيير في القيمة الدفترية للأصول، ونسبة الديون السابقة المعبر عنها بمجموع الديون على مجموع الأصول أما المتغير التابع تمثل في نسبة المديونية الحالية.

طبقت هذه الدراسة على 29 شركة مساهمة سعودية مدرجة في السوق السعودي، خلال الفترة 1994–2000. أما فيما يخص المنهجية فاتبع الباحثان أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وإجراء اختبارات متعددة مثل اختبار التحمل، واختبار داربن واستن، ولقد كانت النتائج كالتالي:

- ✓ وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الحالية وكل من نسبة الديون السابقة والحجم.
- ✓ علاقة سلبية بين نسبة الديون الحالية من جهة وبين كل من الربحية، والسيولة، وحجم الضمانات المقدمة، وفرص النمو من جهة أخرى.
- ✓ علاقة معنوية ايجابية بين كل من الربحية، وفرص النمو وغير معنوية بين السيولة، وحجم الضمانات المقدمة.
- ✓ كما أوضحت الدراسة أن نسبة الرفع المالي طويل الآجل تتأثر إيجابا في المقام الأول بحجم أصول المنشأة، ونسبة الأصول الثابتة ضمن مجموع الأصول ونسبة الديون السابقة للمنشأة. أما العوامل الأخرى مثل الربحية ونسبة السيولة فلم يظهر لها أثر معنوي.

3. **دراسة (عباد، 2004) بعنوان:"أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات الصناعية الأردنية"**

هدفت هذه الدراسة لتبين كيف يتخذ المديرين قراراتهم المتعلقة بهيكل رأس المال بمعنى أخر مدى استخدام الدين لرفع قيمة الشركة أو لزيادة أرباحها، شملت الدراسة **25** شركة خلال الفترة **1991–2000** وقد استخدم الباحث لفحص العلاقة نموذجين : يبحث الأول في العلاقة بين هيكل رأس المال وربحية الشركة إذ تم قياسها من خلال هامش الربح والعائد على الأصول. أما النموذج

الثاني يبحث في العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة المعبر عنها بنسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية للأسهم، وقد اعتمد أسلوب الارتباط والانحدار الخطي المتعدد لفحص العلاقات بين المتغيرات في كلا النموذجين وخلصت الدراسة إلى أن:

- ✓ علاقة هيكل رأس المال بربحية الشركة علاقة عكسية إذ بزيادة الدين تقل ربحية الشركة، وهذا يعني أن تكلفة الإقراض أعلى من الأرباح التي سوف يحققها هذا الدين، الأمر الذي يتطلب من الشركات إلى استخدام التمويل الذاتي لاستثماراتها.
- ✓ علاقة هيكل رأس المال بقيمة الشركة علاقة ايجابية وكانت هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية بحيث انه بزيادة الدين تزيد قيمة الشركة.

5. دراسة (أبوشرية، **2005**) بعنوان:**"محددات هيكل رأس المال:حالة دراسية عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية"**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال لدى الشركات الفلسطينية غير المالية وقد غطت هذه الدراسة الفترة الممتدة بين (**1999-2004**). اختبرت الدراسة عينة مكونة من **17** شركة غير مالية مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لفحص محددات هيكل رأسمالها.

استخدم الباحث تقنيات تحليل الانحدار المتعدد ومعاملات الارتباط لاختبار فرضيتها للمتغيرات التابعة: نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات ونسبة إجمالي المطلوبات على حقوق الملكية أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في: العائد على حقوق الملكية ومعدل النمو وحجم الشركة والضريبة المدفوعة والموجودات الثابتة والمخاطر النظامية.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والعائد على حقوق الملكية كمقياس للربحية، وأخرى طردية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال

وحجم الشركة المتعلق بالشركات الفلسطينية غير المالية في حين لم توجد أي علاقة بين هيكل رأس المال وكل من معدل النمو والضريبة المدفوعة والموجودات الثابتة والمخاطر النظامية. في ضوء هذه النتائج أوصى الباحث بضرورة:

- ✓ تنشيط سوق السندات الفلسطيني ليكون مصدرا آخر من مصادر التمويل بالدين طويل الأجل.
- ✓ إبراز الحاجة لدراسات ميدانية تأخذ بعين الاعتبار محددات هيكل رأس المال لدى الشركات الفلسطينية المالية كعينة للدراسة والعلاقة بين التغير في التدفقات النقدية وهيكل رأس المال.

5. دراسة (المومني، **2006**) بعنوان:**"أثر التغير في هيكل رأس المال على قيمة المنشأة التجارية تحت مستويات مخاطره مختلفة:دليل من السوق الأردني"**

هدفت الدراسة إلى فحص تأثيرات التغيرات في هيكل رأس المال على قيمة المنشأة الأردنية تحت تأثير مستويات مختلفة من المخاطر النظامية وذلك ل **70** شركة غير مالية مدرجة في سوق عمان خلال الفترة **1998** الى غاية **2004** حيث قام الباحث بتقسيم هذه الشركات إلى ثلاث مجموعات حسب درجة مخاطرها.

استخدم الباحث نموذج التحليل الانحداري المتعدد وطريقة المربعات الصغرى لفحص العلاقة ما بين المتغيرات المستقلة: التغير في هيكل رأس المال، والتغير في ربحية الشركة، والتغير في سيولتها، ونموها وحجمها في حين المتغير التابع كان التغير في قيمة الشركة.

خلصت الدراسة إلى أن التغير في هيكل رأس المال له أثر سلبي فقط على القيمة السوقية للشركات ذات المخاطر العالية، في حين أن الشركات ذات المخاطر المنخفضة لا يؤثر عليها. وهذا يعني أن هذه الأخيرة لم تحقق الفائدة المنتظرة من استخدام التمويل بالدين كمصدر تمويلي.

6. دراسة (هنانده، 2007) بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر مصادر تمويل هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن خلال الفترة **1996-2006** ولأغراض الدراسة تم استخدام خمس متغيرات مستقلة تتعلق بمصادر تمويل هيكل رأس المال وهي: القروض الطويلة الأجل، وأسهم رأس المال، والأرباح المحتجزة. أما حجم الشركة وعمرها فاعتبرهما الباحث كمتغيرات معدلة لارتباطهما بالمتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركة وقد تم قياسه من خلال الربحية ومؤشر القيمة السوقية/القيمة الدفترية.

شكلت **48** شركة صناعية عينة الدراسة مختارة من أصل **88** شركة مدرجة بسوق عمان، تم تحليل البيانات باستخدام الأساليب الإحصائية الملائمة كالتحليل الوصفي والانحدار الخطي المتعدد كما اعتمد على برنامج spss ليتوصل الباحث إلى سلسلة من النتائج: كل من التمويل بالملكية وتمويل بالأرباح المحتجزة له أثر طردي على الأداء المالي حيث كلما زاد التمويل الذاتي أو زادت نسبة الأرباح المحتجزة زادت نسبة الأداء المالي في الشركات محل الدراسة. أما التمويل بالقروض فله أثر عكسي كلما زاد هذا الأخير قلت نسبة الأداء وينطبق نفس الأمر على التمويل باسهم رأس المال. كما توصل الباحث إلى أفضل تركيبة هيكل رأس المال من خلال استخدام نسب الهيكل المالي وتتمثل هذه التركيبة في(**5%** تمويل بالقروض طويلة الأجل + **50%** أسهم رأس المال + **20%** أرباح محتجزة + عوامل أخرى). ومن أهم التوصيات التي قدمتها هذه الدراسة لشركات المساهمة العامة في الأردن:

- ✓ السعي لتحقيق تركيبة هيكل رأس المال الأمثل لتحسين الأداء المالي.

✓ عدم التركيز على الاقتراض لغايات تغطية الاستثمارات غير المؤكدة أو التوسعات غير اللازمة.

✓ ضرورة اللجوء إلى التمويل الذاتي وذلك لنقص تكاليفها إذا ما قورنت مع مصادر التمويل الخارجية.

7. دراسة(سلام، 2007) بعنوان: " أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها"

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها، وقد اعتمدت **14** شركة منها **10** بالسوق الأول والباقي في السوق الثانوي، خلال الفترة **1996-2003** حيث اعتبر معدل المديونية كممثل لتركيبة الهيكل المالي أما للمخاطر النظامية استخدم معامل بيتا.

اتبع الباحث لغرض التحليل أسلوب الانحدار المتعدد والتحليل الوصفي حيث تم احتساب المتوسط والانحراف المعياري بالإضافة إلى معامل الارتباط. لتكون أهم نتيجة توصلت لها الدراسة تتمثل في وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيبة الهيكل الرأسمالي على مخاطر الأسهم النظامية، حيث يزداد هذا التأثير بزيادة معدل المديونية. وبناءا على ذلك اقترح الباحث نموذجا يربط بين تركيبة الهيكل المالي ومعامل بيتا الذي يستخدم في حساب معدل العائد المطلوب وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يمكن استخدامه كمعدل لخصم التدفقات النقدية المتوقعة للسهم والمقدرة بمعدل حصة السهم من الأرباح، ومنه يمكن اختبار عدد من البدائل للتركيبة المثلى للهيكل المالي، واختيار تلك التي يكون عندها سعر السهم المقدر أعلى ما يمكن.

8. دراسة (كنعان، 2007) بعنوان: "أثر الهيكل المالي على عوائد أسهم قطاع الشركات الصناعية الأردنية"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مصادر التمويل المختلفة ومزايا وعيوب كل نوع، كما تطرقت إلى تكلفة كل منها ودرجة تأثير كل مصدر على عوائد أسهم قطاع الشركات الصناعية الأردنية وكيفية الاستخدام الأمثل لتلك المصادر، لبلوغ أهداف الشركة من ربحية وسيولة وأمان.

بلغ عدد الشركات التي استوفت الشروط اللازمة لقياس متغيرات الدراسة **28** شركة خلال الفترة **1990** وإلى غاية **2005**. ولبلوغ أغراض الدراسة تم الاعتماد على دليل الشركات والقوائم المالية المنشورة لجمع المعلومات المرادة، ولتحليل هذه البيانات اتبع الباحث أساليب إحصائية مختلفة من الانحدار البسيط، والانحدار متعدد، واختبار t –test، واختبار f-test، ومعامل التحديد ومستوى الدلالة للمتغيرات لاختبار فرضيات الدراسة.

بمعالجة البيانات من خلال برنامج spss تم التوصل إلى النتائج التالية:وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية وعوائد الأسهم للشركات الصناعية الأردنية. لكن بعد تقسيم نسبة المديونية وجد أن المطلوبات طويلة الأجل هي التي تشكل دلالة إحصائية طردية على عكس المطلوبات قصيرة الأجل فليست لها أي دلالة إحصائية. كما لم توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة حقوق الملكية وبين عوائد الأسهم من جهة وبين عناصر الهيكل المالي وكل من حجم الشركة ونسبة الأصول الملموسة، بالإضافة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول وبين عناصر الهيكل المالي.

خرجت الدراسة بالتوصيات التالية: ضرورة الاهتمام بالهيكل المالي على أساس التكلفة والعائد المتوقع، وضرورة قيام الشركات بالاعتماد على مصادر تمويل جديدة وضرورة الاهتمام بالتمويل الداخلي للشركات وببنود القوائم المالية والتقارير المعلنة.

9. دراسة (Moziane, 2008) بعنوان :"أهمية التمويل بالسندات كبديل للتمويل المباشر بالدين في المصارف التجارية وأثر ذلك على هيكل رأس المال:دراسة حالة الشركات الجزائرية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على هيكل تمويل الشركات المساهمة الجزائرية غير المدرجة والمدرجة في السوق المالي الجزائري ومدى مساهمة الدين في هيكل تمويلها، وأهم العوامل التي تؤثر في استخدام الدين لهذه الشركات كالربحية، وحجم الشركات، والضريبة المدفوعة. كما تطرقت إلى أهم العوامل المؤثرة في استخدام السندات كأداة للتمويل والاستثمار.

من أجل تحقيق هذا الهدف تم استخدام عملية مسح بياني للشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري و الشركات غير المدرجة للفترة الممتدة من **1999** الى **2006**، لتكون عينة الدراسة مكونة من **16** شركة منها **4** فقط مدرجة بسوق المالي الجزائري. لتحليل البيانات تم اعتماد على التحليل الانحداري. توصل الباحث إلى وجود علاقات موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من:حجم الشركة ونسبة المديونية من جهة وبين الربحية والمديونية من جهة أخرى في حين كانت العلاقة بين الضريبة المدفوعة ونسبة المديونية سالبة.

لم يكتف الباحث بهذا القدر بل عمد على تطوير استبانه لأغراض الدراسة حيث تم توزيع **130** استبانه على مختلف أقسام المالية لشركات الجزائرية وتم استرداد **102** منها، تم التحليل بواسطة برنامج spss لتصل الدراسة إلى وجود علاقة بين العوامل الاقتصادية والتشريعية والاجتماعية تبرر عدم لجوء الشركات للاقتراض عن طريق السندات كبديل عن الاقتراض من البنوك التجارية. ليخلص الباحث بالتوصيات التالية: ضرورة الأخذ بعين الاعتبار العوامل الخارجية المستخدمة في هذه الدراسة من قبل الشركات الجزائرية لغرض تطوير سوق السندات، وجوب

تشجيع التسويق المالي والمعلوماتي لتشجيع المستثمرين، والعمل على خلق التكامل بين السوق المالي والمصارف في عمليات تمويل الشركات حسب احتياجاتها المالية.

10. دراسة(القضاة، **2008**) بعنوان: **" أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية"**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى العلاقة بين أداء الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية مقاسا بعدد من نسب الربحية وبين بعض المؤشرات الهيكلية مثل حجم الشركة، وهيكل ملكيتها، ومعدل المديونية، ونسب السيولة، ودرجة نضجها.

لقد تم تقدير معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية على بيانات الشركة، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن معدل ربحية الشركة يعتمد على هيكل رأسمالها، وأن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل الربحية وحجم الشركة، كما توصلت إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل الربحية ودرجة نضج الشركة، وأن معدل ربحية الشركة في السنة الحالية يعتمد على معدل ربحيتها للسنة السابقة، مما قد يعكس استقرار نسبيا في ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية بشكل عام.

- **2-1-3 الدراسات الأجنبية:**

1. دراسة (Joeveer، 2005) بعنوان:

"What Do We Know about Capital Structure of Small Firm?"

هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة مصادر الرفع لشركات صغيرة وكبيرة الحجم مدرجة وغير مدرجة متواجد بعشرة دول أوربية، بالإضافة إلى تقييم القوة التفسيرية لكل من :خصائص الشركات من ربحية، وهيكل الأصول، وحجم الشركة، بلد التأسيسي، وعوامل تقييم الاقتصاد الكلي من تضخم ومعدل النمو GDP خلال الفترة الممتدة من **1995** إلى غاية **2002**، شملت الدراسة الدول التالية: فرنسا، وألمانيا، والمملكة المتحدة، وبلجيكا، وفرلندا، والبرتغال، واسبانيا، والسويد، وسويسرا. قدرت عينة الدراسة ب **482783** شركة مقسمة حسب الحجم إلى 3 أحجام كبيرة ومتوسطة وأخرى صغيرة معتمدين في هذا التقسيم على عدد العمال.

اتفقت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة بإتباع أسلوب تحليل الانحدار والتحليل الوصفي واختبار ANOVA، ولكن اختلفت هذه الدراسة في طريقة قياس المتغير التابع (الرفع المالي) حيث تم اعتماد مقياسين الأول:مجموع الالتزامات (Liabilities)/مجموع الأصول أما الثاني: مجموع الديون(Debts) / مجموع الديون +حقوق المساهمين. تختلف النسبتين في كون إحداهما تحوي الائتمان التجاريTrade Credit والأخرى الالتزامات الحاليةCurrent Liabilities.

من أهم النتائج التي تم التوصل لها:

- ✓ البلد التأسيسي: إن الشركات الصغيرة تواجه قيود مالية أكثر من قرينتها الكبيرة، كما تعاني من عدم ثبات خصائصها التي تحدد هيكل رأسمالها.
- ✓ خصائص البلد تعد عامل مهم في تحديد هيكل رأس المال للشركات الصغيرة بصفة خاصة والشركات غير المدرجة بصفة عامة.

✓ باستخدام طريقتين لقياس مستوى الرفع لوحظ أن:العلاقة بين كل من حجم الشركة، وهيكل الأصول والرفع قوية في حالة الشركات المدرجة وكذلك في الشركات غير المدرجة شريطة استخدام الطريقة الثانية لقياس الرفع، في حين وجدت علاقة عكسية بين حجم الشركة وهيكل الأصول والرفع في حالة اعتماد الطريقة الأولى للقياس.

2. دراسة (Deloofi et al، 2008) بعنوان:

"The Financial Structure of Private Held Belgian Firm"

اهتم الباحثون في هذه الدراسة بفحص محددات اختيار الديون، وحقوق الملكية، واختيار مدة استحقاق الديون لعينة من الشركات الصغيرة في القطاع الخاص البلجيكي بلغ عددها **1132** شركة في الفترة **1996-2000**.

أهم المحددات التي تطرق إليها الباحثون تمثلت في: الأصول ملموسة، وسيولة الأصول، ونمو الأصول، والنفقات الرأسمالية، وربحية، وحجم الشركة، ومستوى الرفع. ولمعالجة البيانات اتبع أسلوب :Cross- Sectional Régression والمربعات الصغرى ،معامل الارتباط Person وامتحان Housman بالإضافة إلى التحليل الوصفي من خلال احتساب المتوسط والانحراف المعياري.

وجدت الدراسة أن الشركات ذات نسبة النمو والربحية العالية مع قلة الأصول الملموسة لها نسبة ديون قليلة.

أما بخصوص مدة الاستحقاق فان الشركة تقوم بمطابقة مدة استحقاق ديونها مع مدة سيولة أصولها كما توصل الباحثون إلى أن ميزة النمو لا تؤثر على استحقاق الديون، كما بينت الدراسة أن مخاطر الائتمان من أهم محددات مدة الاستحقاق للدين، لان الشركات التي لها مخاطر ائتمان عالية تعتمد أكثر على الديون قصيرة الأجل.

تم مقارنة الدراسة مع دراسات أخرى أجريت في نفس الموضوع مثل دراسة Opler & Guedes (1996) حيث كانت نفس النتيجة بأن الشركات الكبيرة لها نسبة دين عالية ومدة سداد قصيرة.

3. دراسة **(Daskalakis & psillaki , 2009)** بعنوان:

"Are the Determinats of Capital Structure Country or Firm Specific Evidence from SMEs?"

في هذه الدراسة تم فحص محددات هيكل رأس المال لشركات صغيرة و متوسطة في بلدان مختلفة: فرنسا، وايطاليا، والبرتغال، واليونان، وقد تم اختيار العينة لتشمل **320** شركة ايطالية، و**52** برتغالية و**1252** يونانية، و**2006** فرنسية، خلال الفترة **1997- 2002**.شملت العينة كل الشركات ما عدى الشركات المالية و شركات التأمين.

قام الباحثان بمقارنة هياكل هذه الشركات ومحاولة النظر فيما إذا كان اختلاف خصائص البلدان مثل التنمية المالية والميزات التأسيسية يمكنها التأثير في اختيار الهيكل المالي، بالإضافة إلى هدف معرفة إذا كانت نسبة الدين المستخدمة تتأثر بهيكل الأصول، وحجم وربحية، وخطر، وفرص نمو الشركة.

لغرض بلوغ هذه الغاية استخدم أسلوب Balanced panel model واختبار ANOVA للعينات و عرف المتغير التابع في الدراسة نسبة الدين ب: مجموع الديون/مجموع الأصول حيث مجموع الديون يشمل على الديون القصيرة والطويلة الأجل. أما المتغيرات المستقلة فعرفت كما يلي:

هيكل الأصول = الأصول ملموسة/ مجموع الأصول، و**الحجم** = لوغاريتم المبيعات، و**فرص النمو**=التغير في الأرباح المحتجزة السنوية، و**الربحية**= فائض التشغيل قبل الفائدة والضريبة/ مجموع الأصول.

أظهرت النتائج أن الشركات الصغيرة والمتوسطة تقوم بتحديد هيكل رؤوس أموالها في الواقع بطريقة مماثلة لما وجده نموذج الدراسة حيث: الحجم له علاقة ايجابية مع الرفع المالي. وعلى العكس فان العلاقة بين الرفع المالي وهيكل الأصول والربحية والخطر سلبية، في حين أن النمو لم يكن له أي دلالة إحصائية في البلدان الأربع محل الدراسة. وقد أرجع الباحثان سبب هذا التشابه إلى الخصائص المالية والمؤسسية للبلد والسمات المشتركة لنظم القانون المدني، ومع ذلك ينشأ اختلاف في الهياكل يعود إلى تأثير خصائص الشركة وبهذا يكون الاستنتاج الذي خلصت إليه الدراسة هو:

أن خصائص الشركات وليس عوامل البلد هي التي تفسر الاختلاف في اختيار تركيبة هيكل رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة.

4. دراسة (Ramlall، 2009) بعنوان:

"Determinates of Capital Structure among Non Quoted Mauritian Firm Under Specificity of Leverage: Looking for Modified Pecking Order Theory"

اهتمت هذه الدراسة في البحث حول تركيبة هيكل رأس المال لشركات غير مالية وغير مدرجة في السوق الموريتاني. لجأت هذه الدراسة إلى أشكال مختلفة لقياس متغير الرفع متراوحة بين الخصوم من عقود إيجار إلى قروض وديون، كل عنصر من هذه العناصر مرتبط مع أجله سواء قصير أو طويل للوصول إلى صورة شاملة عن هيكل رأس المال. أما المحددات فقد تطرقت إلى : الوفورات الضريبية والربحية، وهيكل الأصول، والحجم، والنمو، وسيولة الشركة، وعمرها، واستثماراتها.

اعتمدت عينة مكونة من **395** شركة من أصل **450** شركة وتم استبعاد **55** شركة لعدم توفر المعلومات الكافية عنها مغطية بذلك الدراسة مجال سنوي قدره سنة من **2005** إلى **2006**.

استخدم الباحث لأغراض التحليل أسلوب تحليل الانحدار والتحليل الوصفي حيث تم احتساب المتوسط والانحراف بالإضافة إلى معامل الارتباط.

ومن أهم النتائج التي توصل إليها الباحث:

- ✓ كل من السيولة والحجم له تأثير سلبي على الرفع في حين هيكل الأصول له تأثير ايجابي، أما الربحية والوفرات الضريبية والنمو فكانت ذات دلالة إحصائية ضعيفة.
- ✓ وجود علاقة ايجابية بين الاستثمار وعقود التأجير وسلبية مع القروض وهذا يدل على مزاحمة الإيجار للقروض في السوق الموريتاني.
- ✓ مجموعة من مكونات الرفع تتأثر بعمر الشركة.

وترى الدراسة ضرورة تعديل نظرية ترتيب أولويات التمويل بالاعتماد على الرفع على المدى القصير بدلا من الرفع على المدى الطويل.

5. دراسة (Huson & NazruL ،2009) بعنوان :

"Revising Capital Structure Theory :A Test of Pecking Ordre & Static Ordre Trade Off Model from Malysian Capital Market"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى صحة نظريتين من نظريات هيكل رأس المال هما: نظرية ترتيب أولويات التمويل ونظرية المبادلة لعينة مكونة من 102 شركة خاصة مدرجة بالسوق الماليزية خلال الفترة 1999الى2003. أهم ما يميز هذه الشركات وجود سندات القرض كبند من ميزانيتها العمومية إذ تراوحت هذه الشركات بين شركات أصدرت ديون جديدة وأخرى تقوم بتسديد الديون التي عليها.

تم بناء نموذجين واحد لمعالجة نظرية ترتيب أولويات التمويل، أما الآخر خاص بنظرية المبادلة و ذلك باستخدام محددات هيكل المال كمتغيرات مستقلة و شملت: هيكل أصول الشركة،

والنمو، والحجم، وكمحاولة لتحليل البيانات اعتمد الباحثان الإحصاء الوصفي كحساب المتوسط والانحراف المعياري ومعامل الارتباط بالإضافة إلى اختبار T.

الأدلة التي جاء بها نموذج نظرية ترتيب أولويات التمويل يوحي بأن عجز التمويل الداخلي هو العامل الأكثر أهمية الذي ربما يفسر إصدار الديون الجديدة في السوق الماليزية، واتضح هذا أكثر عندما تم توسيع النموذج بإدخال متغيرات أخرى: كالأرباح الموزعة، والديون المسددة، والاستثمار في رأس المال العامل، والتدفقات النقدية التشغيلية، والنفقات رأسمالية. أما نموذج نظرية المبادلة فلم يشرح صدور العدد الجديد من الديون في السوق الماليزية، كما أن متغير هيكل الأصول والنمو لم يعطي أدلة ملحوظة.

اختلاف الحجم يؤدي إلى اختلاف سياسة اختيار هيكل رأس مال الشركات. بهذه الدراسة توصل الباحث إلى نتائج مهمة أكدت حقيقة أن الشركات الماليزية لا تعطي أهمية كبيرة للاستفادة من الإعفاءات الضريبية المتأتية من استخدام الديون.

6. دراسة **(Chenchura & Hsin-yu, 2009)** بعنوان:

"Trade Off or Pecking Order Capital Structure Policy Suitable for Financing Distressed Firm"

معظم الدراسات قامت بالتحقق من صحة نظرية المبادلة وترتيب أولويات التمويل في الشركات السليمة ماليا، غير أن هذه الدراسة اتبعت منهجا آخر واهتمت بالشركات التي تعاني من ضائقة مالية وذلك للعثور على أدلة تجريبية بشأن مسألة ما إذا كانت الشركات المتعثرة تتبع نموذج نسبة الدين المستهدفة أو ترتيب أولويات التمويل لتعديل نسبة المديونية.

تم تطبيق هذه الدراسة على عينة مكونة من **94** شركة أمريكية خلال الفترة **1990-2004**. اعتمد الباحث للتمييز بين الشركة السليمة عن المتعثرة على شرطين يكفي تحقق إحداهما:

- إذا كان خلال سنتين t-1 و t_0 الربح قبل الفائدة، والضريبة، والاهتلاك، والإطفاء EBITDA Earning Before Interst ,Tax ,Depereciation &Amortization أقل من 80% من مصاريف الفوائد ويكون أكبر من هذه النسبة خلال السنتين t-2و t-3.
- إذا كان خلال سنتين t-1و t_0 نسبة تغطية الفوائد أقل من **1** وتكون أكبر من هذه النسبة خلال t-2و t-3.

وتم اعتماد أسلوب نموذج الانحدار والتحليل الوصفي كباقي الدراسات وقد وجدت الدراسة ضعف في النموذج الأول على وجه التحديد حيث أن الشركات المتعثرة تتخذ قرارات تعديليه بخفض نسب الديون بسب الزيادة المحتملة في تكاليف الإفلاس.

أهم نتيجة وصلت إليها الدراسة أن تكاليف الوكالة والإفلاس تؤثر على التعديل السريع نحو نسبة الدين المستهدفة، خاصة في حالة الشركات المتعثرة كما أيدت إتباع نظرية ترتيب أولويات التمويل من أجل تعديل هيكل رأس مال الشركات المتعثرة.

7. دراسة **(Demirhan, 2009)** بعنوان:

"Analysis of Firm Specific Factors Affecting Capital Structure :Application on ISE Service Firm"

استهدفت الدراسة التعرف على خصائص الشركات التي تؤثر على تركيبة هيكل رأس المال للشركات الخدمية المدرجة في سوق اسطنبول. تكونت عينة الدراسة من عينة صغيرة بلغت **20** شركة مأخوذة من مجتمع قدره **80** شركة خلال الفترة **2003-2006**.

اعتمد الباحث عند جمع البيانات على قوائم المالية ولتحليلها اتبع منهج تحليل الانحدار، إذ كان المتغير المستقل هو نسب الرفع المالي حيث عرفها بمجموعة من النسب : مجموع الديون/مجموع الأصول، ومجموع الديون قصيرة الأجل/مجموع الأصول، ومجموع الديون طويلة الأجل/مجموع الأصول، أما المتغيرات المفسرة فكانت كل من: الربحية، وحجم الشركة، والسيولة،

وهيكل الأصول والوفورات الضريبية، وفرص النمو، والمخاطر التشغيلية، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الديون.

من أهم النتائج التي خرجت بها الدراسة:

- ✓ كل من الربحية، وحجم الشركة، وسيولة، وهيكل أصول الشركة تعد من الخصائص التي تؤثر على بناء هيكل رأس المال، على عكس الوفورات الضريبية، وفرص النمو، والمخاطر التشغيلية، وتكلفة الديون التي تعد عوامل غير مهمة في تركيبة هيكل رأس المال للشركات الخدمية التركية.
- ✓ تطابق سياسة تمويل الشركات التركية الخدمية مع نظرية ترتيب أولويات التمويل.

8. دراسة **(Bas et al, 2009)** بعنوان:

"The determinants of The Capital Structure in Developing Countries"

اهتمت هذه الدراسة في البحث على المحددات المؤثرة في قرار اختيار هيكل رأس المال الشركات الصغيرة والخاصة في **25** بلد نامية وهي: اريتريا، وإثيوبيا، وملاوي، وجنوب إفريقيا، وتنزانيا، وزامبيا، وكمبوديا، واندونيسيا، والفلبين، والبرازيل، والشيلي، والإكوادور، والسلفادور، وقواتيمالا، وغويانا، والهندوراس، ونكاراقوا، والبيرو، والمغرب، وعمان، وسوريا، وبنغلادش، والهند، وباكستان، وسريلانكا. لتكون بذلك العينة مشكلة من**27826** شركة. كما تم فحص هل يوجد اختلاف بين محددات هيكل رأس المال للشركات الخاصة والمدرجة، وبين الشركات الصغيرة والكبيرة.

وفقا لنظريات هيكل رأس المال فإن أهم هذه المحددات تتمثل في هيكل الأصول، والربحية، وحجم الشركة. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات الكبيرة المدرجة لها فرصة للتمويل أكثر في الدول النامية وبالتالي فهي لها نسبة رفع عالي ومدة استحقاق الديون طويلة. أما فيما

يخص الشركات الصغيرة والخاصة ففرص التمويل تعتمد أكثر على المحيط الاقتصادي خاصة أن

الرفع المالي واستحقاق الديون هو جد حساس للعوامل الاقتصاد الكلي من معدل النمو، والتضخم، ومعدل الفائدة والضرائب.

9. دراسة (Qian et al, 2009) بعنوان:

"Do Chinese Publicly Listed Companies Adjust Their Capital Structure Toward a Target Level?"

تبحث هذه الدراسة في محددات هيكل رأس المال ل 650 شركة مساهمة عامة صينية خلال الفترة1999 – 2004 وقد افترض الباحثون أن هيكل رأس المال لهذه الشركات ذو طبيعة ديناميكية ولذلك يجب توقع نموذج يتماشى مع هذه الطبيعة. ومن أهم النتائج التي توصل لها الباحثون هي:

- ✓ الشركات الصينية تعدل في هيكلها المالي لتحقيق مستوى مديونية متوازن، ويكون هذا التعديل بمستوى بطئ خلال السنة.
- ✓ علاقة ايجابية بين حجم الشركة وهيكل الأصول مع مستوى الرفع في الشركة في حين هي علاقة سلبية مع الربحية والوفورات الضريبية، والنمو.

بعد توسيع النموذج ليشمل كل من نسبة الرفع المستهدف والتعديل الطبيعي وجد أن الشركات الصينية تسعى للتعديل بسرعة خاصة إذا كانت بعيدة عن مستوى الرفع المتوازن. كما انه تم توسيع فترة الدراسة لتبدأ من 1993 لتشمل بذلك أول تطور حصل في السوق الصيني وبعد التحليل تبين أن التعديل في العينة أصبح أبطء.

10. دراسة (Belin et al, 2009) بعنوان:

"Financial Structure: Does R& D Affect Debt- Financing?"

اهتمت هذه الدراسة بمحددات الهيكل المالي، واعتبرت أن الابتكار هو العامل الرئيسي الذي يجعل الشركة تعتمد على التمويل بالديون، وبغية التوصل إلى العامل المهم اعتمد الباحثون عينة تتكون من **3977** شركة صناعية فرنسية خلال الفترة **1994-2004**.

استخدمت نسبتين لقياس المديونية حيث تتمثل الأولى في الديون المصرفية/ مجموع الأصول، أما الثانية فتم تغيير المقام بمجموع الديون. من بين العوامل المحددة تطرقت الدراسة إلى الربحية المقاسة بالربح مقسوما على رأس المال، ونسبة التدفقات الداخلية المقاسة بالتدفقات الداخلية مقسومة على مجموع المصادر، والحجم حيث تم التمييز بين الشركة الصغيرة والمتوسطة عن الكبيرة وذلك من خلال عدد العمال، أما لأغراض التحليل فأعطيت قيمة 1 للشركة الكبيرة في حين الأخرى تأخذ القيمة 0، كما قسمت الشركات إلى مخترعة وغير مخترعة فالشركات التي كانت قيمة البحث والتطوير لديها موجبة تعتبر مخترعة والعكس صحيح. بالإضافة إلى عوامل أخرى كالضمانات ومعدل نمو المبيعات وحتى التمييز بين الشركة المدرجة وغير المدرجة أخذ بعين الاعتبار.

استخدم التحليل الديناميكي لنسب الديون بواسطة نظامgeneralized method of moments GMM لتظهر النتائج أن حدوث زيادة في كثافة البحث والتطوير مرتبط بانخفاض كل من نسبة الديون المصرفية / مجموع الأصول ونسبة الديون المصرفية المقسومة على مجموع الديون. كما وأكد الباحثون أن نتائج هذه الدراسة تتفق مع معظم الأدلة التجريبية القياسية: إذ يوجد أثر ايجابي بين الديون المصرفية والضمان وسلبي مع الربحية.

3-2 ما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الدراسات السابقة فقد لوحظ ما يلي:

- ✓ قلة الدراسات التي تناولت الهيكل المالي إذ أن معظم الدراسات والأبحاث تطرقت إلى جزء منه والمتمثل في هيكل رأس المال ومدى تأثير بعض محدداته على الأداء أو على قيمة الشركة، فيما تحاول هذه الدراسة التعرف على العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للشركات الأردنية.
- ✓ تتوافق هذه الدراسة مع دراسة (Demirhan,2009)التركية غير أنها تختلف في كونها تتطرق إلى نسبة الديون ولم تتطرق إلى نسبة تمويل بالملكية، كما أنها تختلف من حيث البلد الذي تمت عليه الدراسة.
- ✓ من حيث مجتمع الدراسة غالب الدراسات اكتفت بالشركات الصناعية المساهمة العامة في حين جاءت هذه الدراسة لتغطي كل الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان.
- ✓ جاءت هذه الدراسة كمحاولة لمعرفة ما إذا كانت تختلف العوامل المحددة للهيكل المالي باختلاف الصناعة.

لم يعثر على أي دراسة أردنية (في حدود علم الباحثة) تبحث في نظرية ترتيب أولويات التمويل ومدى إتباعها وهذا ما يسعى له في هذه الدراسة.

3-3 تطوير فرضيات الدراسة

أظهرت العديد من الدراسات السابقة تباينا في النتائج حول طبيعة العلاقة بين العوامل المؤثرة على الهيكل المالي من جهة وطريقة التمويل (الهيكل المالي) من جهة أخرى، وبالرغم من وجود عدد كبير من الدراسات حول هذا الموضوع، إلا أن هذه الدراسة تناولت العوامل التالية:

❖ الوفورات الضريبية من غير فوائد:

تعتبر الفوائد المدفوعة على القروض مصروفا منتجا للدخل(الوفر الضريبي) لكونها تطرح من الأرباح قبل احتساب الضريبة، على عكس دخل أموال الملكية الذي يتم توزيعه بعد خضوع الأرباح للضريبة.وهذا يعني كلما كانت الضريبة مرتفعة تصبح التكلفة الحقيقية للقروض أقل مما يزيد رغبة الشركة إلى اللجوء للتمويل بالدين. هناك حالات أخرى عندما يكون الوضع الضريبي للشركة لا يشجع على الاقتراض بسبب انخفاض الضريبة أو انعدامها، كأن تكون الشركة غير مطالبة بدفع ضريبة لحصولها على إعفاء أو لوجود خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها. (الساقي، واخرون، 2007، ص438) و(RamlalL, 2009, p86)

بصفة عامة، كلما كانت الضريبة مرتفعة تصبح التكلفة الحقيقية للقروض أقل مما يزيد رغبة الشركة إلى اللجوء للتمويل بالدين، غير أن معظم الدراسات التي تم الاطلاع عليها وجدت هذا المحدد غير مهم ولا يؤثر على قرار تركيبة الهيكل المالي منها دراسة (ابوشريه ،2005)، و(Ramlall, 2009)، و(Demirhan, 2009) و(Moziane, 2008) علاقة سلبية بين الوفورات الضريبية ونسبة المديونية يرجع ذلك إلى العوامل الاقتصادية، والاجتماعية، والتشريعية لمجتمع الدراسة.

❖ الربحية **Profitability:**

هناك ارتباط بين الربحية المرتفعة ومستوى الديون المنخفض، إذ أن ارتفاع الربحية يعني توفر سيولة عالية والتي تقلل من حاجة الشركة إلى الدعم المالي. كما تكون في هذه الحالة تكلفة مصادر التمويل الخارجية أعلى من مصادر التمويل الداخلية، مما يستدعي ابتعاد الشركات عن التمويل بالدين. تدعم هذه الفكرة كل من دراسة (عباد، 2004) و(أبو شرية،2005)،

و(Daskalakis & Psillaki, 2009) حيث أثبتت النتائج وجود علاقة سلبية بين الربحية ونسبة الرفع المالي.

❖ **حجم الشركة Size:**

يعد حجم الشركة من أهم المحددات الرئيسة للهيكل المالي إذ يظهر هذا من خلال تأثيره على نسبة الاقتراض، حيث كشفت مجمل الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها (عبد الله والصديق، 2002)، (أبوشرية، 2005)، (Moziane, 2008)، (القضاه، 2008)، (Bas et al, 2009)(Daskalakis & Psillaki, 2009)، (Qian et al, 2009)، (Demirhan, 2009) وجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة ومستوى الاقتراض، لتفسر هذه العلاقة بمجموعة من الأسباب تتلخص في انخفاض احتمالات الإفلاس في المؤسسات ذات الحجم الكبير خاصة أنها تملك إمكانية اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر، لكونها قادرة على خدمة الدين بسبب التنويع في نشاطها الذي يجعلها تتعرض لدرجة مخاطر أقل هذا الأخير الذي يخلق لها الدافع لزيادة الأموال المقترضة. (بن ساسي، قريشي، 2006، ص408).

❖ **عمر الشركة Age:**

يدرج عامل العمر ضمن المحددات لكونه يعكس حقيقة الشركات الكبيرة التي استطاعت بناء قاعدة قوية في السوق نتيجة نضجها ومقدرتها على تحسين إدارة تدفقاتها النقدية الأمر الذي يجعلها لا تعتمد على الديون كمصدر للدعم المالي. غير أنه في حالات أخرى يمكن أن تكون هناك علاقة ايجابية بين السن والديون كون الشركات الكبيرة بحاجة دائمة إلى مواكبة أحدث التقنيات وهذا يستدعي المزيد من أموال. (RamlalL, 2009,p88)

❖ الفرص الاستثمارية (النمو) Growth Oppertinity :

يتفق البعض على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو الشركة ومعدل الاقتراض إذ بوجود إمكانية النمو يتوقع عزوف الشركة عن اللجوء إلى الاقتراض باعتبار قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية. نفس الشيء في حالة وجود تنافس في المصالح بين المساهمين والمديرين، فان اختيار نمط التمويل الخارجي غير مرغوب حيث وجود احتمالية لنمو الشركة يجعل مصالح جميع الأطراف متماثلة مما يجعل التمويل بالأموال الخاصة النمط المفضل وفي ظل غياب احتمالية النمو ويصبح الاقتراض الاختيار المجدي لكونه يهذب سلوك المديرين.

غير أن هناك رأيا معاكسا (Gibson, 2002, p 5) يرى أن الشركات التي تملك إمكانية نمو عالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاقتراض بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثرا بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، مثل القروض القصيرة الأجل.

عادة ما يتم قياس نمو المؤسسة من خلال النمو في المبيعات، حيث النمو في المبيعات قد يتيح للشركة فرصة أكبر للحصول على القروض، نظرا لأن النمو في المبيعات قد يسهم في زيادة قدرة الشركة على خدمة الدين ، وهناك دراسات اعتمدت التغير في الأرباح كدراسة (Daskalakis &psillaki, 2009) وكانت نتائجها أن النمو ليس عاملا مهما لتفسير لجوء الشركة إلى الديون وأيدت ذلك كل من دراسة (Ramllal, 2009) و(Demirhan, 2009).

❖ هيكل الأصول Asset Structure:

يعبر عن هذا المتغير بالضمانات حيث توجد علاقة قوية بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في الشركة، فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة، فإن هذا يعني أن نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي الموجودات تكون مرتفعة، وهذا يعني بدوره أن الشركة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغيير صغير في المبيعات لذلك يكون

التمويل بالاقتراض عاملا لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين. مما يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة إلا ضمن حدود ضيقة لئلا تساهم في زيادة خطر تقلب أرباح الشركة وتتحمل نتائجه السلبية.

بينما تشير نتائج دراسات أخرى إلى أن الشركة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام قدر كبير من القروض الطويلة الأجل في هيكلها المالي إذ من الضروري تمويل الأصول الثابتة بمصادر دائمة سواء خاصة أو قروض طويلة الأجل. وقد دعمت هذه الفكرة نتائج أعمال كلا من (Ramllal, 2009) و(Demirhan, 2009).

- تركز الملكية:

بقاء سيطرة المالكين الحاليين على الشركة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل. لهذا السبب كثيرا ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض، وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يملكون التدخل في الإدارة.ومثل هذا الأمر لا يمكن له أن يحدث باستمرار، لأن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية الشركة وعجزها عن خدمة دينها وإفلاسها، لذا سيكون من الأفضل تفادي الإفلاس بالتضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد. (عقل، 2008، ص402)

- صناعة الشركة:

تعد صناعة الشركة متغيرا تفسيريا مرتبطا بوجود أصول غير ملموسة ومستوى الديون إذ أن القطاعات التي تحوز أصول غير ملموسة قوية يتوقع أن يكون لها متوسط الديون مرتفع على عكس القطاعات التي تمتلك أصول غير ملموسة محفوفة بالمخاطر ومع ذلك هناك جدل ونقاش بشأن العلاقة بين الصناعة وهيكل الأصول فبعض الدراسات لم تجد دلالة إحصائية للتباين في الهياكل المالية

للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع ويمكن التباين بين الشركات مختلفة القطاع ولهذا تعد طبيعة القطاع محددا جوهريا لهيكل الأصول وبالتالي الهيكل المالي.(بن ساسي، قريشي، 2006، ص408، Gibson, 2002, p 5)

4- تكلفة الأموال:

عند اتخاذ قرار التمويل تأخذ الإدارة العامة بعين الاعتبار تكلفة المصدر المراد التمويل به، ومن المعروف أن تكلفة المصادر الداخلية منخفضة عن مصادر التمويل الخارجي وبالتالي يتوقع علاقة عكسية بين تكلفة الأموال والتمويل بالدين حيث كلما تقل تكلفة الأموال (الفائدة البنكية) يزداد التمويل بالدين.

ومع اختلاف شكل العلاقات المتوقعة بين العوامل المؤثرة في الهيكل المالي والهيكل المالي، فقد تم اعتماد الصيغة العدمية لصياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي:

الفرضية (1):

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين قصيرا كان أو طويل الأجل.

فرضية فرعية (1): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين.

فرضية فرعية (2): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين القصير .

فرضية فرعية (3): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين الطويل الأجل.

الفرضية (2):

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالملكية.

الفرضية (3):

لا يوجد اختلاف ذو دلالة إحصائية بين العوامل المؤثرة في الهيكل المالي باختلاف قطاع الصناعة.

الفرضية (4):

لا يوجد توافق بين السياسات المتبعة في تمويل الشركات الأردنية مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

- ✓ تمهيد
- ✓ متغيرات الدراسة
- ✓ نموذج الدراسة
- ✓ النموذج القياسي للدراسة
- ✓ أسلوب الدراسة
- ✓ فترة الدراسة
- ✓ طرق جمع البيانات

4-1 تمهيد:

فيما سبق تم عرض الإطار العام للدراسة، والجانب النظري، والدراسات السابقة، ليسلط الضوء في هذا الفصل على أسلوب وفترة الدراسة، وكذلك طرق جمع البيانات وذلك بعد تحديد المتغيرات المناسبة للدراسة والعينة الملائمة، ومن ثمة اختيار الأساليب الإحصائية المناسبة للتحليل والتي تتماشى مع أهداف الدراسة.

4-2 متغيرات الدراسة:

هناك تسعة **متغيرات مستقلة** في هذه الدراسة تتمثل في: الوفورات الضريبية من غير الفوائد والربحية، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والفرص الاستثمارية (النمو)، وهيكل الأصول، وتركز الملكية، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال.

أما المتغير التابع فهو الهيكل المالي ممثل بالديون طويلة الأجل/مجموع الأصول، والديون قصيرة /مجموع الأصول، مجموع الديون /مجموع الأصول، وحقوق المساهمين/ مجموع الأصول.

4-2-1 المتغيرات المستقلة

لقد تم استخدام هذه المتغيرات في معظم الدراسات السابقة والجدول التالي يلخص طريقة قياس المتغيرات المستقلة في هذه الدراسات سواء كانت عربية أو أجنبية كما يبين الطريقة المعتمدة.

الجدول(4-1): طريقة قياس المتغيرات المستقلة

متغيرات الدراسة	طريقة القياس في الدراسات العربية	طريقة القياس في الدراسات الأجنبية	طريقة القياس المعتمدة
الوفورات الضريبية Tax	(هياجنة،2001): مجموع الاستهلاكات مضروبة في معدل الضريبة.	(Ramlall,2009): الاستهلاك/ الربح قبل الفائدة والضريبة. (Demirhan,2009): الاستهلاك/مجموع الأصول.	الاستهلاك/ الربح قبل الفائدة والضريبة
الربحية ROA	(عبد الله والصديق،2002): الربح قبل الفائدة والضريبة/ مجموع الأصول. (هناندة،2007): صافي الدخل/ المبيعات (مومني، 2006): هامش الربح= صافي الأرباح بعد الضريبة/المبيعات. العائد على الأصول= صافي الأرباح / مجموع موجودات.	قاسها كل من (Deloofi et al,2008) (Daskalakis&Psillaki,2009) (Ramlall,2009) بنفس النسبة و المتمثلة في: الربح قبل الفائدة والضريبة / مجموع الأصول	العائد على الأصول ROA= صافي الدخل /مجموع الأصول
حجم الشركة SIZE	(هياجنة،2001) مجموع الأصول. (عبد الله والصديق،2002) (مومني،2006) اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول. (هناندة،2007)حجم المبيعات (Moziane,2008) مجموع الموجودات	(Deloof et al,2008):و (Ramlall,2009) (Demirhen,2009) اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول أما (Daskalakis&Psillaki,2009) فقاسها باللوغاريتم الطبيعي للمبيعات.	اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول
عمر الشركة AGE	(هناندة، 2007) تاريخ تأسيس الشركة	(Ramlall,2009) اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ التأسيس	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ التأسيس
الفرص الاستثمارية GRO	(هياجنة،2001) التغير في مجموع الأصول (عبد الله والصديق، 2002) التغير في القيمة الدفترية للأصول.	(Deloof et al,2008) و (Ramlall,2009) التغير في مجموع الأصول، في حين اعتبرها (Daskalakis&Psillaki,2009) التغير في الأرباح المحتجزة. أما (Demirhen,2009) فاعتبرها هي نسبة نفقات البحث والتطوير على المبيعات.	القيمة الدفترية للقيمة السوقية
هيكل الأصول AS	(هياجنة، 2001)و (عبد الله والصديق،2002): مجموع الأصول الثابتة / مجموع الأصول	وقد اجتمعت الدراسات الأجنبية مع دراسة (هياجنة،2001)على طريقة واحدة والمتمثلة في نسبة مجموع الأصول الثابتة / مجموع الأصول	مجموع الأصول الثابتة / مجموع الأصول
تركز الملكية (سيطرة الإدارة) EQU	(هياجنة، 2001) نسبة تركز ملكية الشركة بأيدي الملاك		نسبة تركز ملكية الشركة بأيدي الملاك. حسب دليل الشركات (نسبة الملاك الذي يملكون 5% من أسهم الشركة فأكثر)
تكلفة الاموال COST		(Demirhen,2009) المصروفات المالية / مجموع الديون	المصروفات المالية / مجموع الديون
صناعة الشركة SEC	شركة صناعية= 1 شركة خدمية= 0		

إعداد: الباحثة بالرجوع إلى الدراسات السابقة

4-2-2 المتغيرات التابعة

أما فيما يخص المتغيرات التابعة فقد اجمعت الدراسات على نسب واحدة حيث كل نسبة منها تعكس طريقة التمويل المتبعة وهي نفس النسب المعتمدة في هذه الدراسة والمتمثلة في:

✓ **التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل LONG** = ديون طويلة الأجل/مجموع الأصول

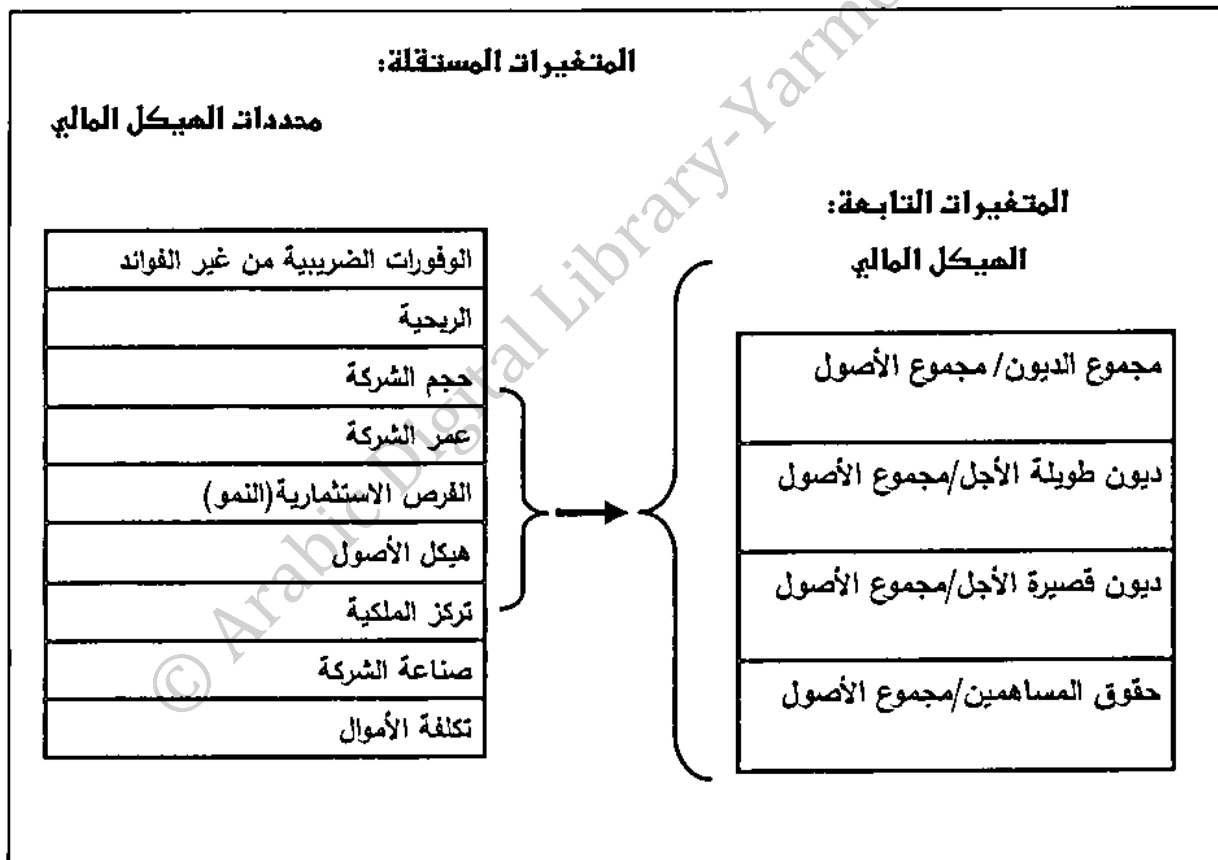
✓ التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل SHORT = ديون قصيرة الأجل /مجموع الأصول.

✓ التمويل عن طريق الدين TOTAL = مجموع الديون/مجموع الأصول.

✓ التمويل عن طريق حقوق الملكيةEQUITY = حقوق المساهمين/ مجموع الأصول.

3-4 نموذج الدراسة

شكل(4-1): نموذج الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة

4-4 النموذج القياسي للدراسة

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة ولغاية تحقيق أهداف الدراسة تم توصيف النموذج القياسي التالي:

$$FS_{(i)} = \alpha_0 + \alpha_1 TAX_{(i)} + \alpha_2 PROFIT_{(i)} + \alpha_3 SIZE_{(i)} + \alpha_4 AGE_{(i)} + \alpha_5 GRO_{(i)} + \alpha_6 AS_{(i)} + \alpha_7 EQU_{(i)} + \alpha_8 COST_{(i)} + \alpha_9 SEC_{(I)} + U_{(i)}$$

حيث ترمز:

$FS_{(i)}$: الهيكل المالي للشركة(i)

$TAX_{(i)}$: الوفورات الضريبية من غير فوائد للشركة (i)

$PROFIT_{(i)}$: معدل الربحية للشركة(i)

$SIZE_{(i)}$: حجم الشركة(i)

$AGE_{(i)}$: عمر الشركة(i)

$GRO_{(i)}$: الفرص الاستثمارية للشركة(i)

$AS_{(i)}$: هيكل الأصول للشركة(i)

$EQU_{(i)}$: نسبة تركز الملكية في الشركة(i)

$COST_{(i)}$: تكلفة الأموال للشركة(i)

$SEC_{(i)}$: قطاع صناعة الشركة (i)

$U_{(i)}$: الخطأ العشوائي للشركة (i)

5-4 أسلوب الدراسة

تم اتباع المنهج الايجابي وذلك لما له من قوة تنبؤية وتفسيرية، نتيجة اعتماده على التجربة العملية التي ينتج عنها علاقات واضحة بين متغيرات الظاهرة يمكن التعبير عنها بعلاقات رياضية، ومن ثمة التوصل للاستنتاجات التي تعمل على تطوير واقع الظاهرة وتحسينه. كما وقد اعتمد

المحللون الماليون هذا المنهج في معظم الدراسات التي تسعى للتوصل إلى الهيكل التمويلي الأمثل من بينها دراسة Jensen and Meckling; 1976. (القاضي، 2000، ص13-14)

4-6 فترة الدراسة

تم اختيار فترة الدراسة من **2005** إلى غاية نهاية **2008** ذلك تزامنا مع أهم التطورات والإصلاحات التي شهدها الاقتصاد الأردني من إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الوطني بالإضافة إلى تحرير التجارة وتوقيع شراكات مع الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة.

4-7 طرق جمع البيانات

تم الحصول على البيانات اللازمة لإتمام هذه الدراسة من مختلف المصادر مقسمة إلى ثانوية وأخرى أولية كما يلي:المصادر الأولية: الرجوع إلى التقارير والنشرات الصادرة عن بورصة عمان خلال الفترة (2005-2008)، بالإضافة إلى التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة محل الدراسة. أما المصادر الثانوية: فشملت الأدبيات المتعلقة بالموضوع من كتب، ودوريات، وأبحاث، والتقارير المنشور منها وغير المنشور بهدف تغطية الجزء النظري للدراسة.

4-8 مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة **2005 - 2008** والتي بلغ عددها **200** شركة: منها **88** شركة صناعية و**112** شركة خدمية. وبعد استبعاد الشركات التي لم تتوفر المعلومات اللازمة عنها، أو بسبب عدم استمراريتها أو نتيجة الاتحاد أو الاندماج أصبح المجتمع مشكلا من **78** شركة صناعية و**63** خدمية. وقد تم اختيار العينة بالرجوع إلى دليل الشركات الصادر عن بورصة عمان وبافتراض مستوى الخطأ α = 5% أصبحت العينة تتشكل من **52** شركة خدمية و**63** صناعية

(Sakaran, 2002, p294) ليكون بذلك الحجم الإجمالي للعينة **115** شركة مساهمة عامة وهذا يعني أن العينة تشكل ما نسبته 57.5% من مجتمع الدراسة بمجموع 460 مشاهدة. والملحق يبين أسماء الشركات الصناعية والخدمية التي تتضمنها الدراسة. أما القطاع المالي وقطاع التامين فقد تم استبعادهما بسبب طبيعة نشاطهما الخاصة التي تنعكس على هياكلهم المالية مما يعيق التحليل والمقارنة بين الشركات.

4-9 أساليب المعالجة الإحصائية

بغرض الوصول إلى نتائج الدراسة ولغايات تحليل البيانات تم الاعتماد على برنامج الحزم الإحصائية **SPSS** مع افتراض مستويات مختلفة للدلالة الإحصائية **α** =1،5،10% لقبول الفرضيات أو رفضها. وقد تم استخدم الإحصاء الوصفي من خلال حساب المتوسطات والانحراف المعياري. كما تم إتباع تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multipe Linear Regression Analysis باستخدام طريقة **Backward**، بالإضافة إلى الاختبارات التي تسبق تطبيق الانحدار، وهذا حتى يتم التأكد من جاهزية البيانات كاختبار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد من خلال حساب معامل التضخم **Variance Inflation Factor VIF** ومصفوفة الارتباط.

ولضرورة التحليل والتأكد من صحة الفرضيات الثالثة الرابعة تم استخدام تحليل الانحدار لكن مع فصل كل قطاع عن الآخر لتمكن من معرفة التأثير ومصفوفة الارتباط مع حساب معامل بيرسون.

الفصل الخامس

التحليل واختبار فرضيات الدراسة

- ✓ تمهيد
- ✓ الإحصاء الوصفي
- ✓ تحليل الانحدار
- ✓ نتائج اختبار الفرضيات

5-1 تمهيد

بعد أن تم استعراض منهجية وخطوات الدراسة في الفصل السابق، جاء هذا الفصل لتحليل واختبار فرضيات الدراسة من خلال التحليل الوصفي، والتحليل الإحصائي.

أولا: وصف البيانات

1- الهيكل المالي (المعبر عنه بمختلف طرق التمويل) كمتغير تابع:

من خلال مقارنة متوسط اعتماد الشركات الصناعية والخدمية الأردنية لطريقة التمويل بالدين مع التمويل بالملكية، نجد أن نسبة الاعتماد على التمويل بالملكية كانت أعلى نسبة حيث بلغت ما يقارب **67%**، في حين لم يتجاوز متوسط التمويل بالدين **32%** وهذا ما يظهر في الجدول رقم (5-1). كما يلاحظ أن أعلى نسبة للمتوسط الحسابي كانت للتمويل بالديون القصيرة الأجل، حيث بلغت **26%** مقارنة بالتمويل بالديون طويلة الآجل التي لم تتعد نسبته **7%** وهذا مفاده أن الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي تعتمد على التمويل بالديون قصيرة الأجل أكثر من الاعتماد على التمويل بالديون الطويلة الأجل وذلك بعد استنفاد مصادرها الداخلية. وترى الباحثة أن السياسة المتبعة من طرف الشركات الأردنية الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان جد منطقية حيث الابتعاد عن استخدام الرافعة المالية والتركيز على أدوات الملكية يحافظ على استقرار واستمرارية الشركة و يجعل تكلفة أدوات الملكية متدنية مقارنة مع تكلفة الدين وقد يكون سبب اجتناب الدين في التمويل إلى ميل الشركات محل الدراسة للتمويل الإسلامي. غير أن هذا قد لا يجعل هذه الشركات تستفيد من الفرص الاستثمارية المتاحة وبالتالي إبطاء عملية التوسع .

جدول (5-1): التحليل الوصفي للهيكل المالي

مفردات الهيكل المالي	أقل قيمة	أكبر قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
نسبة التمويل بالدين TOTAL	0.0026	5.7564	0.3271	0.4211	460
نسبة التمويل بالديون الطويلة الأجل LONG	0.0194	1.1666	0.0678	0.1268	
نسبة التمويل بالديون القصيرة الأجل SHORT	0.0027	5.7564	0.2605	0.3959	
نسبة التمويل بالملكية EQUITY	0.7564	1.0026	0.6695	0.4224	

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

2- التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة:

من خلال الجدول رقم (5-2) المبين أدناه نلاحظ أن متوسط الربحية للشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان سواء كانت خدمية أو صناعية والمقاسة بالعائد على الأصول بلغ **0.2236** وذلك بانحراف معياري قدره **1.0964** حيث قدرت أعلى قيمة للربحية**12.061** في حين كانت أقل قيمة تمثل خسارة **1.450-**. أما فيما يخص الحجم فقد قدر متوسط الحجم للشركات الأردنية الصناعية والخدمية **16.7599**، بالنسبة لعمر الشركة فقد بلغ متوسط أعمار الشركات محل الدراسة **2.9348** وهو ما يعادل **20** سنة وتجدر الإشارة إلى أن مجمل الشركات الخدمية كانت شركات فتية. من المعروف أنه كلما زاد عمر الشركة زادت ربحيتها حيث مع مرور الزمن تكتسب مهارة وكفاءة متزايدة في عملية الإنتاج مما يؤدي إلى زيادة في مجموع أصولها وهذا ما ظهر في الجدول حيث بلغ متوسط هيكل الأصول **33.53%** ومتوسط النمو للشركات محل الدراسة ما قيمته **18.290%**.بالنسبة لمتوسط كل من الوفورات الضريبية، وتركز الملكية للشركات الخدمية والصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي فقد بلغ على الترتيب **3.872%،56.55%**.

وما يلفت الانتباه أن الانحراف المعياري للوفورات الضريبية عالي جدا حيث بلغ **5.5614**.

وبما أن عدد الشركات محل الدراسة كان متقاربا (52 خدمية و63 صناعية) بلغ متوسط قطاع الصناعة 54.78% في حين لم يتجاوز متوسط تكلفة الأموال المحسوبة بمصاريف المالية/مجموع الديون 0.0308 وهذا راجع لاجتناب الشركات محل الدراسة التمويل بالدين.

الجدول (5-2): التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة

المتغير	أقل قيمة	أكبر قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
الربحية (ROAالعائد على الأصول)	-1.450	12.061	0.2236	1.0964	460
حجم الشركة SIZE (اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول)	12.795	20.5875	16.7599	1.8993	
هيكل الأصول A.S (مجموع الأصول الثابتة / مجموع الأصول)	0.000	0.9732	0.3353	0.2680	
الفرص الاستثماريةGRO (القيمة الدفترية للقيمة السوقية)	-0.0731	17.0882	1.8290	1.4820	
الوفورات الضريبيةTAX (الاستهلاك/ الربح قبل الفائدة والضريبة)	-46.708	96.0705	0.3872	5.5614	
عمر الشركة AGE اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ التاسيس	0.0000	4.6821	2.9348	1.1033	
تركز الملكية نسبة الملاك الذي يمتكون 5% من أسهم الشركة فاكثر)	0.0265	1.000	0.5655	0.2209	
تكلفة التمويل COST المصروفات المالية / مجموع الديون	0.000	0.7508	0.0308	0.0437	
نوع الصناعة SEC شركة صناعية= 1 شركة خدمية= 0	0	1	0.5478	0.4998	

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

ثانياً: تحليل الانحدار

أ- تحليل الانحدار للشركات الصناعية والخدمية مجتمعة.

❖ **مشكلة التعدد الخطي:**

قبل استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام طريقة Bakward والتي ينتج عنها خط انحدار يكون فيه مجموع مربع الانحرافات عن الخط، للنقاط الملاحظة، في حده الأدنى، ولتتأكد الباحثة من عدم وجود مشكلة التعدد الخطي (Multicolinearity) قامت بحساب معامل التضخم. وكما هو معلوم (زغلول، 2003، ص163) فان الحصول على قيمة **VIF** لأحد المتغيرات المستقلة تزيد عن **5** أو **10** يشير إلى وجود مشكلة التعدد الخطي.

ومن خلال نتائج معادلات الانحدار للمتغيرات التابعة والملخصة في الجداول التالية: الجدول (5-4) نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع، والجدول (5- 5) نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون قصيرة الأجل كمتغير تابع، والجدول (5 – 6) نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون الطويلة الأجل كمتغير تابع، والجدول (5 – 7) نتائج معادلة الانحدار للتمويل بحقوق الملكية كمتغير تابع. وكما هو مبين من الجداول أدناه فأن قيمة **VIF** لم تتعدى5 لكل النماذج الأربعة مما يعنى عدم وجود مشكلة التعدد الخطي.

❖ **مصفوفة الارتباط:**

يعد اختبار مصفوفة الارتباط طريقة أخرى للكشف عن مشكل التعدد الخطي، فكلما كان معامل الارتباط مرتفع بين المتغيرات المستقلة دل ذلك على وجود مشكلة التعدد الخطي، لكن الإشكال المطروح هو كيف يمكن القول أن نسبة الارتباط مرتفعة. وكما ذكر(Zurigat;2009;p62) "فحسب (Kenndy;1998) إذا كان معامل الارتباط عاليا أي محصوراً في المجال {0.80,0.90} فهذا يوحي بوجود ارتباط متعدد بين المتغيرات المستقلة. أما (Anderson et al;1999) فهو

يعتبر الارتباط عالي إذا فاق معامل الارتباط ما نسبته 70%". ومن خلال الجدول رقم(5-3) الذي يوضح مصفوفة الارتباط بين العوامل المستقلة محل الدراسة نلاحظ أن معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة محل الدراسة لم تتعد ما نسبته 50% إذ كانت محصورة في المجال {0.222, -0.114} وهذا ما يجزم عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

الجدول رقم (5-3): مصفوفة الارتباط بين العوامل المستقلة

العوامل		sec	Tax	ROA	SIZE	AGE	GRO	AS	EQU	COST
Sec	معامل Pearson	1	.022	.079	-.114*	.000	-.015	.126**	.051	.058
	Sig		.645	.092	.014	.996	.742	.007	.271	.215
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
Tax	معامل Pearson	.022	1	.010	-.003	-.013	-.050	.039	-.045	-.045
	Sig	.645		.839	.953	.775	.286	.398	.337	.338
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
ROA	معامل Pearson	.079	.010	1	-.023	.056	-.048	-.021	-.009	.005
	Sig	.092	.839		.630	.232	.303	.657	.852	.907
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
SIZE	معاملPearson	-.114*	-.003	-.023	1	-.022	.073	-.077	-.027	-.014
	Sig	.014	.953	.630		.640	.120	.100	.561	.771
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
AGE	معاملPearson	.000	-.013	.056	-.022	1	-.067	-.053	-.044	-.010
	Sig.	.996	.775	.232	.640		.149	.256	.348	.829
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
GRO	معاملPearson	-.015	-.050	-.048	.073	-.067	1	-.077	.026	-.072
	Sig.	.742	.286	.303	.120	.149		.100	.582	.124
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
AS	معاملPearson	.126**	.039	-.021	-.077	-.053	-.077	1	.222**	-.006
	Sig.	.007	.398	.657	.100	.256	.100		.000	.893
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
EQU	معاملPearson	.051	-.045	-.009	-.027	-.044	.026	.222**	1	-.030
	Sig.	.271	.337	.852	.561	.348	.582	.000		.514
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460
COST	معامل Pearson	.058	-.045	.005	-.014	-.010	-.072	-.006	-.030	1
	Sig.	.215	.338	.907	.771	.829	.124	.893	.514	
	N	460	460	460	460	460	460	460	460	460

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

** ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة5 %　　　* ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 1%.

1- عوامل التمويل بالدين ككل: فيما يلي الجدول رقم(5-4) الذي يبين نتائج معادلة الانحدار:

التمويل بالدين كمتغير تابع

الجدول (5-4): نتائج معادلة الانحدار: التمويل بالدين كمتغير تابع

المعامل	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8	نموذج 9
الثابت	0.005 (0.020)	0.004 (0.020)	0.004 (0.017)	0.004 (0.015)	0.004 (0.014)	0.011- (0.04-)	[a]0.181 (3.26)	[a]0.192 (3.58)	0.185 b(3.45)
الربحية VIF	0.028- (1.54-) 1.013	0.028- (1.54-) 1.1013	0.028- (1.55-) 1.010	0.028- (1.55-) 1.008	0.028- (1.55-) 1.007	0.028- (1.58-) 1.001	0.029- (1.60-) 1.000	0.029- (1.62-) 1.000	••
حجم الشركة VIF	0.011 (0.71) 1.023	0.011 (0.716) 1.023	0.011 (0.717) 1.022	0.011 (0.475) 1.074	0.011 (0.474) 1.018	0.011 (0.756) 1.007	••	••	••
هيكل الأصول VIF	0.067 (0.885) 1.083	0.067 (0.886) 1.083	0.067 (0.889) 1.080	0.068 (0.898) 1.074	0.067 (0.893) 1.071	0.064 (0.808) 1.058	0.060 (1.62-) 1.052	••	••
الفرص الاستثمارية VIF	0.000 (0.163-) 1.027	0.000 (0.16-) 1.021	0.000 (0.06-) 1.017	••	••	••	••	••	••
الوفورات الضريبية VIF	0.000 (0.143-) 1.010	0.000 (0.14-) 1.007	0.000 (0.14-) 1.007	0.000 (0.14-) 1.005	••	••	••	••	••
العمر VIF	0.000 (0.18-) 1.013	0.000 (0.18-) 1.012	••	••	••	••	••	••	••
تركز الملكية VIF	[b]0.235 (2.569) 1.060	[b]0.235 (2.569) 1.058	[b]0.235 (2.569) 1.060	[b]0.235 (2.589) 1.056	[b]0.235 (2.595) 1.052	[b]0.235 (2.569) 1.052	[a]0.235 (2.583) 1.052	[a]0.235 (2.83) 1.000	[a]0.235 (2.84) 1.000
تكلفة الأموال VIF	0.003 (0.006) 1.013	••	••	••	••	••	••	••	••
نوع الصناعة VIF	0.014- (0.339-) 1.039	0.014- (0.39-) 1.035	0.014- (0.39-) 1.035	0.014- (0.39-) 1.035	0.014- (0.39-) 1.035	••	••	••	••
معامل التحديد R2	0.026	0.026	0.026	0.026	0.026	0.026	0.025	0.023	0.017
معامل التحديد المعدل	0.006	0.009	0.011	0.013	0.015	0.017	0.018	0.019	0.015
قيمة F	1.330	1.499	1.717	2.007	2.410	2.988	2.797	5.374	8.082
الخطأ المعياري	0.419785	0.41931197	0.4188557	0.4183951	0.4179433	0.4175379	0.4173419	0.4171832	0.4179281

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%.

bذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. cج ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10

•• العامل المستثنى من المعادلة.

يلاحظ من الجدول (5-4) أن مجمل المتغيرات لم تكن ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5% ماعدا متغير تركز الملكية والجدير بالذكر أن القيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالدين ضعيفة، حيث كانت قيمة معامل التحديد R^2 بالنموذج الأول تقدر بـ 2.6% وبعد

استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها ظهر هناك تحسن ملحوظ في قيمة F حيث بلغت **8.082**. وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع كما هو موضح:

$$FS_{(i)} = 0.185 + 0.235\ EQU_{(1)} + 0.4179281$$

2- عوامل التمويل بالديون القصيرة الأجل: فيما يلي الجدول رقم(5-5) الذي يبين نتائج معادلة الانحدار: التمويل بالديون القصيرة الأجل كمتغير تابع

الجدول(5-5): نتائج معادلة الانحدار: التمويل بالديون القصيرة الأجل كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3	نموذج4	نموذج5	نموذج6	نموذج7	نموذج8	نموذج
الثابت	0.360 (1.389)	0.361 (1.412)	0.359 (1.420)	0.357 (1.414)	0.352 (1.397)	0.355 (1.412)	0.326 (1.333)	*0.180 (3.54)	0.175 3.44)
الربحية VIF	0.020- (1.201-) 1.013	0.020- (1.204-) 1.013	0.020- (1.208-) 1.007	0.020- (1.20-) 1.006	0.020- (1.23-) 1.005	0.021- (1.23-) 1.004	0.021- (1.26-) 1.001	0.021- (1.24-) 1.000	••
حجم الشركة VIF	-0.009 (0.645-) 1.023	-0.009 (-0.652) 1.012	-0.009 (0.650-) 1.007	-0.009 (0.64-) 1.007	-0.009 (0.62-) 1.007	-0.009 (0.61-) 1.002	-0.009 (0.60-) 1.001	••	••
هيكل الأصول VIF	0.004- 0.052- 1.083	0.003- 0.049- 1.070	••	••	••	••	••	••	••
الفرص الاستثمارية VIF	0.005 (0.360) 1.027	0.005 (0.360) 1.027	0.005 (0.366) 1.020	0.005 (0.383) 1.017	0.005 (0.405) 1.012	••	••	••	••
الوفورات الضريبية VIF	0.001- (0.302-) 1.010	0.001- (0.302-) 1.006	0.001- (0.305-) 1.006	••	••	••	••	••	••
العمر VIF	0.008- (0.490-) 1.013	0.008- (0.491-) 1.013	0.008- (0.490-) 1.010	0.008- (0.48-) 1.010	0.008- (0.48-) 1.009	0.008- (0.50-) 1.006	••	••	••
تركز الملكية VIF	c0.146 (1.689) 1.060	c0.146 (1.689) 1.059	c0.145 (1.692) 1.006	c0.146 (1.726) 1.004	c0.147 (1.755) 1.052	c0.148 (1.767) 1.052	c0.150 (1.792) 1.052	c0.151 (1.81) 1.000	c0.152 (1.82) 1.000
تكلفة الأموال VIF	0.131- (0.306-) 1.013	0.130- (0.306-) 1.009	0.130- (0.306-) 1.009	0.130- (0.30-) 1.006	••	••	••	••	••
نوع الصناعة VIF	0.001 (0.027) 1.039	••	••	••	••	••	••	••	••
معامل التحديد R^2	0.013	0.013	0.013	0.012	0.012	0.012	0.011	0.011	0.007
معامل التحديد المعدل	-0.007	-0.005	0.003-	0.000	0.001	0.003	0.005	0.006	0.005
قيمة F	0.642	0.724	0.829	0.953	1.129	1.373	1.748	2.438	3.316
الخطأ المعياري	0.3973554	0.3969149	0.3964766	0.3960796	0.3956801	0.3953165	0.3949942	0.3947236	.3949635

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%. •• العامل المستثنى من المعادلة.

يلاحظ من الجدول (5- 5) أنه مجمل المتغيرات لم تكن ذات دلالة إحصائية عند مستوى الثقة 5% ماعدا متغير تركز الملكية والجدير بالذكر أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالديون القصيرة الآجل ضعيفة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد R^2 **0.013** وبالرغم من استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها لم ظهر هناك أي تحسن ملحوظ في القوة التفسيرية للنموذج في حين تحسنت قيمة F حيث بلغت 3.316. لتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين القصيرة الأجل كمتغير تابع كما هو موضح:

$$\mathbf{FS_{(i)}} = 0.175 + 0.152\ \mathbf{EQU_{(I)}} + 0.3949635$$

3- عوامل التمويل بالديون الطويلة الآجل: فيما يلي الجدول رقم(5-6) الذي يبين نتائج معادلة الانحدار: التمويل بالديون الطويلة الآجل كمتغير تابع

حيث يلاحظ من الجدول (5 – 6) أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالديون الطويلة الآجل متوسطة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد R^2 **0.100** وهذا مفادة أن المتغيرات المستقلة المشكلة للنموذج تفسر 10% من التغيير الحاصل في المتغير التابع وهذا بعد استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها والمتمثلة في الربحية، الفرص الاستثمارية، الوفورات الضريبية، تكلفة الأموال، نوع الصناعة. ومنه يمكن ان تلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين الطويل الأجل كمتغير تابع كما هو موضح:

$$\mathbf{FS_{(i)}} = \mathbf{-0.394} + 0.021\ \mathbf{SIZE_{(i)}} + 0.009\ \mathbf{AGE_{(i}} + 0.068\ \mathbf{AS_{(i)}} + 0.09\ \mathbf{EQU_{(i)}} + \mathbf{0.1208521.}$$

الجدول (5 – 6): نتائج معادلة الانحدار: التمويل بالديون الطويلة الأجل كمتغير تابع

المعامل	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6
الثابت	a0.374- (4.767-)	a-0.374 (-4.763)	a-0.368 (-4.703)	a-0.373 (-4.75)	a-0.374 (-4.77)	a-0.395 (5.08-)
الربحية VIF	0.007- (1.443-) 1.013	0.007- (1.204-) 1.012	0.020- (1.443-) 1.012	0.020- (1.38-) 1.010	**	**
حجم الشركة VIF	a0.021 (4.835) 1.023	a0.021 (4.841) 1.023	a0.021 (4.837) 1.023	a0.021 (4.756) 1.018	a0.021 (4.771) 1.018	a0.021 (4.954) 1.007
هيكل الأصول VIF	b0.068 (3.105) 1.083	b0.068 (3.133) 1.081	b0.068 (3.119) 1.081	b0.068 (3.239) 1.073	b0.068 (3.275) 1.073	b0.068 (3.120) 1.059
الفرص الاستثمارية VIF	-0.005 (1.229-) 1.027	-0.005 (1.258-) 1.025	-0.005 (1.337-) 1.019	**	**	**
الوفورات الضريبية VIF	0.001 (0.525) 1.010	**	**	**	**	**
العمر VIF	c0.009 (1.801) 1.013	c0.009 (1.793) 1.012	c0.009 (1.775) 1.012	c0.010 (1.866) 1.008	c0.009 (1.79) 1.009	c0.009 (1.78) 1.006
تركز الملكية VIF	a0.093 (3.567) 1.060	a0.093 (3.567) 1.060	a0.092 (3.546) 1.056	a0.090 (3.460) 1.053	a0.091 (3.462) 1.053	a0.090 (3.422) 1.053
تكلفة الأموال VIF	0.141 (1.087) 1.013	0.137 (1.063) 1.009	**	**	**	**
نوع الصناعة VIF	0.017- (1.492-) 1.039	0.017- (1.482-) 1.038	0.017- (1.422-) 1.035	0.017- (1.42-) 1.035	0.017- (1.54-) 1.018	**
معامل التحديد R2	0.115	0.114	0.112	0.108	0.105	0.100
معامل التحديد المعدل	0.097	0.099	0.098	0.097	0.095	0.092
قيمة F	6.482	7.269	8.144	9.188	10.621	12.646
الخطأ المعياري	0.1205242	0.1204273	0.1205446	0.1205493	0.1206703	0.1208521

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%. ** العامل المستثنى من المعادلة.

4- عوامل التمويل بحقوق الملكية: فيما يلي الجدول رقم(5-7) الذي يبين نتائج معادلة الانحدار: التمويل بالحقوق الملكية كمتغير تابع

الجدول(5-7): نتائج معادلة الانحدار: التمويل بحقوق الملكية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8	نموذج 9
الثابت	*1.059 (3.863)	*1.059 (3.871)	*1.058 (3.976)	*1.059 (3.983)	*1.059 (3.994)	*1.081 (4.139)	*1.052 (4.060)	*0.809 (15.02)	*0.816 (15.18)
الربحية VIF	0.028 (1.537) 1.013	0.028 (1.540) 1.011	0.028 (1.544) 1.011	0.028 (1.545) 1.008	0.028 (1.547) 1.005	0.028 (1.597) 1.007	0.029 (1.617) 1.001	0.029 (1.637) 1.000	**
حجم الشركة VIF	-0.015 (0.958-) 1.023	-0.015 (-0.961) 1.018	-0.015 (0.962-) 1.018	-0.015 (0.96-) 1.018	-0.015 (0.96-) 1.018	-0.015 (1.02-) 1.007	-0.0141 (0.96-) 1.001	**	**
هيكل الأصول VIF	0.072- 0.940- 1.083	0.072- 0.944- 1.076	0.072- 0.962- 1.074	0.072- 0.964- 1.074	**	**	**	**	**
الفرص الاستثمارية VIF	0.02021 (0.002) 1.027	**	**	**	**	**	**	**	**
الوفورات الضريبية VIF	0.000 (0.139) 1.010	0.000 (0.140) 1.007	0.000 (0.140) 1.007	0.000 (0.140) 1.005	**	**	**	**	**
العمر VIF	0.000 (0.008-) 1.013	0.008- (0.491-) 1.008	**	**	**	**	**	**	**
تركز الملكية VIF	*-0.242 (-2.648) 1.060	*-0.242 (2.652-) 1.058	*-0.242 (-2.657) 1.057	*-0.242 (-2.66) 1.056	*-0.243 (2.67-) 1.052	*-0.242 (2.66-) 1.052	*-0.260 (2.93-) 1.001	*-0.257 (2.91-) 1.000	*-0.258 (2.92-) 1.000
تكلفة الأموال VIF	0.006 (0.014) 1.013	0.006 (.0.013) 1.007	0.006 (0.014) 1.007	**	**	**	**	**	**
نوع الصناعة VIF	0.020 (0.499) 1.039	0.020 (0.500) 1.039	0.020 (0.500) 1.039	0.020 (0.503) 1.035	0.020 (0.613) 1.035	**	**	**	**
معامل التحديد R2	0.028	0.028	0.028	0.028	0.028	0.028	0.026	0.024	0.018
معامل التحديد المعدل	0.009	0.011	0.013	0.018	0.019	0.020	0.020	0.020	0.016
قيمة F	1.454	1.640	1.878	2.196	2.637	3.237	4.053	5.619	6.525
الخطأ المعياري	0.4206158	0.4201492	0.4196843	0.4192209	0.4187679	0.4184253	0.4183314	0.4182965	0.4190633

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%.

** العامل المستثنى من المعادلة.

يلاحظ من الجدول (5 – 7) أنه مجمل المتغيرات لم تكن ذات دلالة إحصائية عند مستوى الثقة 5% ماعدا متغير تركز الملكية. والجدير بالذكر أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بحقوق الملكية ضعيفة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد R^2 0.018 وبعد استبعاد

المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها لم يظهر هناك أي تحسن في القوة التفسيرية للنموذج على العكس وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بحقوق الملكية كمتغير تابع كما هو موضح:

$$FS_{(i)} = 0.816 - 0.258\ EQU_{(I)} + 0.4190633$$

5- نتائج اختبار الفرضيات:

لغرض اختبار الفرضية الأولى والثانية تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد.

- ✓ **الفرضية (1): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين قصيرا كان أو طويل الأجل.**

تنقسم هذه الفرضية إلى 3 فرضيات فرعية كل منها ينقسم إلى فرضيات هذه الأخيرة التي يتم فحصها.

فرضية فرعية 1: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين.

من خلال الجدول (5-4) نلاحظ أن متغير الوفورات الضريبية من غير فوائد ، و الربحية مقاسة بالعائد على الأصول، و حجم الشركة المقاس باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول، تم استبعادهم من النموذج ولذلك لا يعتبر هذا المتغير مؤثر على قرار التمويل بالدين.

ولتحسين القوة التفسيرية للنموذج والزيادة في قيمة F تم استبعاد متغير العمر كما هو موضح في العمود الثالث من الجدول السابق وبهذا يكون متغير العمر بالنسبة للشركات محل الدراسة غير مؤثر على قرار التمويل بالدين. كما اتسم متغير الفرص الاستثمارية، وهيكل الأصول، و صناعة الشركة، وتكلفة الاموال بعدم ثبوت المعنوية ولهذا تم استبعادهم من النموذج فهم بذلك عوامل غير مؤثر على قرار التمويل بالدين في الشركات الصناعية والخدمية الأردنية.

بالرجوع إلى نفس الجدول (5 - 4) ومن خلال مقارنة قيمة T المحسوبة لتركز الملكية مع Tالجدولية، كانت قيمة T المحسوبة تفوق الجدولية. وعلى هذا الأساس يتم قبول الفرضية البديلة والتي مفادها أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركز الملكية و إتباع الشركات الأردنية الصناعية منها والخدمية طريقة التمويل بالدين أما بالنسبة لطبيعة العلاقة فهي علاقة موجبة إذ بزيادة وحدة واحدة في تركز الملكية يزداد التمويل بالدين بمقدار **0.235**، وهذا منطقي ويتفق مع أسس الإدارة المالية.

فرضية فرعية 2: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين القصير.

من خلال الجدول (5- 5) نلاحظ أن متغير الوفورات الضريبية من غير فوائد، والربحية، وحجم الشركة، والعمر، والفرص الاستثمارية، وهيكل الأصول، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال تم استبعادهم من النموذج ولذلك لا تعتبر هذه المتغيرات مؤثرة على قرار التمويل بالدين القصير الأجل.

بالنسبة لمتغير تركز الملكية وبالرجوع إلى نفس الجدول(5- 5) وبعد مقارنة قيمة T المحسوبة لتركز الملكية مع Tالجدولية، كانت قيمة T المحسوبة للنموذج التاسع تفوق قيمة T الجدولية. وعلى هذا الأساس يتم قبول الفرضية البديلة والتي مفادها أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركز الملكية و إتباع الشركات الأردنية الصناعية منها والخدمية طريقة التمويل بالدين القصير الأجل. أما بالنسبة لطبيعة العلاقة فهي علاقة موجبة إذ بزيادة وحدة واحدة في تركز الملكية يزداد التمويل بالدين القصير الأجل بمقدار **0.152**.

فرضية فرعية (3): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع

الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين الطويل الأجل.

بالرجوع إلى الجدول (5-6) العمود 2 نجد أن متغير الوفورات الضريبية تم استبعاده لعدم ثبوت معنويته، بالإضافة إلى كل من العوامل التالية: الربحية، والفرص الاستثمارية، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال وبالتالي يمكن اعتبارهم متغيرات غير مؤثرة في السلوك التمويلي للشركات محل الدراسة.

من الجدول (5-6) السابق يظهر متغير الحجم ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 1% مما يجعلنا وهذا مفاده أنه هناك علاقة بين حجم الشركة وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين الطويل الآجل. ولمعرفة اتجاه العلاقة تم الاعتماد على النموذج (6) حيث ظهرت العلاقة طردية بين الحجم وطريقة التمويل بالدين الطويل حيث إذا الحجم بقيمة **1%** ارتفع التمويل بالدين الطويل الأجل بمقدار **0.022**.

من نفس الجدول (5-6) وبعد مقارنة T المحسوبة لعمر الشركات مع T الجدولية، كانت قيمة **T** المحسوبة أكبر، مما يعني وجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة وذلك عند مستوى الدلالة 10%، وهي علاقة طردية فبزيادة العمر يزداد الاعتماد على التمويل بالديون الطويلة الآجل بمقدار 0.009.

كان متغير هيكل الأصول ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية α=5%، (من الجدول (5-6)) مما يعني أنه هناك علاقة بين هيكل الأصول وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين الطويل.

ولمعرفة اتجاه العلاقة تم الاعتماد على النموذج (6) (العمود 6من الجدول 5-6) حيث

ظهرت العلاقة طردية بين هيكل الأصول وطريقة التمويل بالدين حيث إذا زاد هيكل الأصول بقيمة**1%** زاد التمويل بالدين الطويل الأجل بمقدار **0.068.**

أما وبعد مقارنة قيمة T المحسوبة لتركز الملكية مع Tالجدولية، كانت قيمة T المحسوبة للنموذج التاسع تفوق قيمة T الجدولية. وعلى هذا الأساس يتم قبول الفرضية البديلة والتي مفادها أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية (مستوى المعنوية 5%) بين تركز الملكية وإتباع الشركات الأردنية الصناعية منها والخدمية طريقة التمويل بالدين الطويل الآجل . أما بالنسبة لطبيعة العلاقة فهي علاقة موجبة إذ بزيادة وحدة واحدة في تركز الملكية يزداد التمويل بالدين الطويل الأجل بمقدار **0.090.**

الفرضية (2): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وإتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالملكية.

من خلال الجدول (5-7) نلاحظ أن متغير الوفورات الضريبية من غير فوائد، والربحية، وحجم الشركة، والعمر، وهيكل الأصول، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال تم استبعادهم من النموذج ولذلك لا تعتبر هذه المتغيرات مؤثر على قرار التمويل بالحقوق الملكية.

بالرجوع إلى نفس الجدول(5-7) ومن خلال مقارنة قيمة T المحسوبة لتركز الملكية مع T الجدولية، كانت قيمة T المحسوبة تفوق الجدولية. وهذا مفاده أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركز الملكية وإتباع الشركات الأردنية الصناعية منها والخدمية طريقة التمويل بالملكية أما بالنسبة لطبيعة العلاقة فهي علاقة عكسية إذ بزيادة وحدة واحدة في تركز الملكية يقل التمويل بالملكية بمقدار **0.258.**

ب- تحليل الانحدار للشركات الصناعية فقط:

لاختبار الفرضية(3) التي مفادها لا يوجد اختلاف ذو دلالة إحصائية بين العوامل المؤثرة في الهيكل المالي باختلاف نوع الصناعة، تم استخدام تحليل الانحدار لمعرفة مدى اختلاف تأثير العوامل المحددة للهيكل المالي باختلاف الصناعة لتحقيق هذا الغرض تم فصل الشركات الصناعية عن الخدمية ونتائج هذا الاختبار ملخصة في الجداول التالية:

1- عوامل التمويل بالدين للشركات الصناعية: فيما يلي الجدول رقم(5-8) يبين نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالدين في الشركات الصناعية كمتغير تابع

الجدول (5-8): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالدين في الشركات الصناعية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3
الثابت	-0.785 (5.040-)	-0.777 (-5.025)	[a]0.786 (-5.094)
الربحية VIF	0.010- (1.092-) 1.022	0.009- (1.041-) 1.006	**
حجم الشركة VIF	[a]0.053 (5.935) 1.055	[a]0.054 (6.108) 1.027	[a]0.054 (6.145) 1.026
هيكل الأصول VIF	[b]0.149 (2.541) 1.158	[b]0.149 (2.559) 1.157	[b]0.148 (2.544) 1.156
الفرص الاستثمارية VIF	[b]0.019 (2.079) 1.076	[b]0.018 (2.057) 1.074	[b]0.019 (2.112) 1.071
الوفورات الضريبية VIF	0.009- (1.612-) 1.042	0.009- (1.635-) 1.040	[c]0.009- (1.656-) 1.040
العمر VIF	0.007 (0.488) 1.047	**	**
تركز الملكية VIF	0.086 (1.638) 1.089	0.085 (1.633) 1.088	[c]0.086 (1.655) 1.088
تكلفة الأموال VIF	[a]2.356 (5.403) 1.045	[a]2.367 (5.444) 1.042	[a]2.379 5.473 1.041
معامل التحديد R2	0.25	0.249	0.246
معامل التحديد المعدل	0.225	0.228	0.227
قيمة F	10.113	11.560	13.302
الخطأ المعياري	0.1837508	0.1834635	0.1834947

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%.

** العامل المستثنى من المعادلة.

يلاحظ من الجدول (5-8) أنه مجمل المتغيرات كانت ذات دلالة إحصائية عند مختلف

مستويات الثقة 1%، 5%،10% ماعدا متغير الربحية وعمر الشركة استبعدا من النموذج لعدم ثبوت معنويتهما. كما يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالدين جيدة، حيث كانت قيمة معامل التحديد R^2 بالنموذج الأول تقدر بـ25% وبالرغم من استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها يظهر هناك تحسن في القوة التفسيرية للنموذج، وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع كما هو موضح:

$$\mathbf{FS_{(i)}= 0.786} - 0.009\ \mathbf{TAX_{(i))}} + 0.054\ \mathbf{SIZE_{(i)}} + 0.019\ \mathbf{GRO_{(i)}} + 0.148\ \mathbf{AS_{(i)}} + 0.086\ \mathbf{EQU_{(i)}} + 2.379\ \mathbf{COST_{(i)}} + \mathbf{0.1834947}$$

من خلال المعادلة يمكن استخلاص العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للشركات الصناعية و طبيعة ودرجة هذا التأثير حيث: نجد أن كل من الحجم والتكلفة عاملان مهمان جدا عند بناء الهيكل المالي للشركات الصناعية محل الدراسة ودرجة تأثيرهما على التوالي: 0.054، 2.379. يلي هذان العاملان هيكل الأصول الذي تربطه علاقة موجبة مع اختيار طريقة التمويل بالدين ونسبة تأثير هذا العامل في قرار التمويل تقدر ب 14.8% وهي عالية نوعا ما. عند مستوى الدلالة 10% نجد متغير الوفورات الضريبية، وتركز الملكية يدخلان كعاملان مؤثران حيث تربط الأول منهما علاقة عكسية مع التمويل بالدين في حين الآخر علاقة طردية ونسبة تأثيرهما على التوالي 0.9%، 8.6%.

2- عوامل التمويل بالديون القصيرة الأجل للشركات الصناعية: فيما يلي الجدول رقم(5-9)

يبين نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون القصيرة الآجل في الشركات الصناعية كمتغير

تابع

الجدول (5- 9): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون قصيرة الآجل
في الشركات الصناعية كمتغير تابع

المعامل	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6
الثابت	0.363- (2.561-)	0.377- (2.716-)	0.358- (2.662-)	0.362- (2.69-)	[b]0.349- (2.620-)	[b]0.353- (2.645-)
الربحية VIF	-0.005 (-0.625) 1.022	0.028 (1.540) 1.022	**	**	**	**
حجم الشركة VIF	0.029 (3.627) 1.055	0.030 (3.717) 1.040	0.030 (3.701) 1.039	0.030 (3.746) 1.036	0.031 (3.929) 1.010	[a]0.031 (3.894) 1.007
هيكل الأصول VIF	0.027- 0.50- 1.076	**	**	**	**	**
الفرص الاستثمارية VIF	0.018 (2.240) 1.076	0.019 (2.369) 1.043	0.019 (2.334) 1.039	[b]0.019 (2.435) 1.028	[b]0.019 (2.543) 1.019	[b]0.020 (2.559) 1.019
الوفورات الضريبية VIF	0.006- (1.149-) 1.042	0.006- (1.216-) 1.028	-0.006 (1.258-) 1.024	-0.006 (1.278-) 1.023	0.006- (1.307-) 1.022	**
العمر VIF	0.011 (0.908) 1.047	0.011 (0.891) 1.047	0.011 (0.891) 1.047	0.011 (0.8191) 1.047	**	**
تركز الملكية VIF	0.032 (0.678) 1.089	0.026 (0.565) 1.010	**	**	**	**
تكلفة الأموال VIF	[a]1.965 (4.952) 1.045	1.945 [a] (.4.934) 1.034	[a]1.942 (4.916) 1.030	[a]1.956 (4.944) 1.029	[a]1.956 (4.997) 1.026	[a]1.997 (5.111) 1.20
معامل التحديدR2	0.162	0.161	0.160	0.158	0.156	0.150
معامل التحديد المعدل	0.134	0.137	0.139	0.141	0.142	0.140
قيمة F	5.854	6.674	7.755	9.246	11.405	14.596
الخطأ المعياري	0.1672194	0.1669629	0.1667307	0.1665311	0.1664201	0.1666573

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%.

** العامل المستثنى من المعادلة.

من الجدول (5-9) يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالدين

قصير الأجل متوسطة، حيث كانت قيمة معامل التحديدR^2 بالنموذج الأول تقدر ب16% وبعد استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها ظهر هناك تحسن ملحوظ في قيمة F حيث بلغت14.596 بدلا من 5.854. وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع كما هو موضح:

$$FS_{(i)} = -0.353 + 0.031\ SIZE_{(i)} + 0.020\ GRO_{(i)} + +1.997 COST_{(I} + 0.1666573.$$

من خلال المعادلة يتضح أن أهم متغير يؤثر في قرار التمويل بالدين القصير هو حجم الشركة الصناعية، حيث كلما زاد الحجم بسنة واحدة زاد الاعتماد على التمويل بالدين القصير بمقدار 0.031 بالإضافة إلى ذلك نجد عامل التكلفة الذي يعتبر هو الأخر مهم نظرا لارتفاع نسبة تأثيره فبزيادة وحدة واحدة يزداد التمويل بالديون القصيرة بمقدار 1.997 وهذه العلاقة راجعة للطريقة التي تم قياس بها هذا المتغير (تكلفة الأموال = مجموع المصاريف المالية على مجموع الديون).
كما وقد ظهر عامل النمو عند مستوى الثقة 5% كعامل محددة في بناء الهيكل المالي والذي يمتلك تأثير طردي، فبزيادته يزداد التمويل بالدين بمقدار 0.02 . رغم أن معظم المحللين لا يحبذون فكرة التوسع في النشاط بالاعتماد على التمويل القصير الأجل، غير أن الباحثة توافق رأى Gibson;2002;p5 الذي يرى أن اللجوء إلى مصادر التمويل الأقل تأثر بمشكلة عدم تناظر المعلومات عند وجود احتمالية النمو عالية للشركات أحسن من الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل أو حتى الداخلية منها وذلك لتفادي مشكلة الوكالة وتضارب المصالح.

3- عوامل التمويل بالديون الطويلة الأجل للشركات الصناعية: فيما يلي الجدول رقم(5-10) يبين نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون الطويلة الأجل في الشركات الصناعية كمتغير تابع

الجدول(5 – 10): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون الطويلة الأجل في

الشركات الصناعية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3	نموذج4	نموذج5
الثابت	[a]0.423- (2.561-)	[a]0.427- (2.716-)	[a]0.428- (2.662-)	[a]0.4272- (2.69-)	[a]0.429- (5.039-)
الربحية VIF	-0.005 (-0.935) 1.022	-0.005 (-0.944) 1.020	-0.005 (1.031-) 1.004	-0.005 (1.057-) 1.003	**
حجم الشركة VIF	[a]0.023 (4.627) 1.055	[a]0.023 (4.717) 1.052	[a]0.023 (3.701) 1.025	[a]0.023 (4.746) 1.025	[a]0.023 (.9294) 1.023
هيكل الأصول VIF	[a]0.175 (5.372) 1.158	[a]0.175 (5.372) 1.158	[a]0.175 (5.372) 1.158	[a]0.175 (5.372) 1.158	[a]0.175 (5.372) 1.158
الفرص الاستثمارية VIF	0.000 (0.063) 1.076	**	**	**	**
الوفورات الضريبية VIF	0.003- (1.014-) 1.042	0.003- (1.029-) 1.030	-0.003 (1.01-) 1.029	**	**
العمر VIF	0.011 (0.607-) 1.047	0.011 (0.612-) 1.045	**	**	**
تركز الملكية VIF	0.053 (1.830) 1.089	0.053 (0.565) 1.086	0.054 (1.839) 1.085	[c]0.053 (1.965) 1.074	[b]0.053 (1.993) 1.073
تكلفة الأموال VIF	0.391 (1.606) 1.045	0.389 (.1.612) 1.034	0.381 (1.581) 1.030	0.401 (1.672) 1.023	0.407[c] (1.697) 1.023
معامل التحديدR2	0.202	0.202	0.201	0.197	0.194
معامل التحديد المعدل	0.176	0.179	0.181	0.181	0.181
قيمة F	7.689	8.823	10.258	12.104	14.844
الخطأ المعياري	0.1025619	0.1023523	0.1022216	0.1022256	0.1022500

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(–) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%.

** العامل المستثنى من المعادلة.

من خلال الجدول (5-10) يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالدين طويل الآجل جيدة، حيث كانت قيمة معامل التحديد R^2 بالنموذج الأول تقدر بـ 20% وبعد

استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها ظهر هناك تحسن ملحوظ في قيمة F حيث بلغت 14.844 بدلا من 7.689. وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع كما هو موضح:

$$FS_{(i)} = -0.429 + 0.023\ SIZE_{(i)} + 0.175\ AS_{(i)} + 0.053\ EQU_{(i)} + 0.407 COST_{(i)} + 0.1022500$$

من خلال المعادلة يمكن استخلاص العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للشركات الصناعية وطبيعة ودرجة هذا التأثير حيث: نجد أن كل من الحجم وهيكل الأصول عاملان مهمان جدا عند بناء الهيكل المالي للشركات الصناعية محل الدراسة ودرجة تأثيرهما على التوالي: 0.023، 0.169. يلي هذان العاملان تركز الملكية الذي تربطه علاقة موجبة مع اختيار طريقة التمويل بالدين القصير الآجل ونسبة تأثير هذا العامل في قرار التمويل تقدر بـ 5.8% . أما عند مستوى الدلالة 10% نجد متغير تكلفة الأموال يدخل كعامل مؤثر وبطريقة طردية مع التمويل بالدين الطويل الآجل.

4- **عوامل التمويل بحقوق الملكية للشركات الصناعية**: فيما يلي الجدول رقم(5-11) يبين نتائج معادلة الانحدار للتمويل بحقوق الملكية في الشركات الصناعية كمتغير تابع

الجدول(5-11): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بحقوق الملكية في الشركات الصناعية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3
الثابت	[a]1.785 (11.463)	[a]1.777 (11.492)	[a]1.786 (11.571)
الربحية VIF	0.010 (1.092) 1.022	0.009 (1.041) 1.006	**
حجم الشركة VIF	[a]-0.053 (5.935-) 1.055	[a]-0.054 (6.108-) 1.027	[a]-0.054 (6.145-) 1.026
هيكل الأصول VIF	[a]-0.149 (2.541-) 1.158	[b]-0.149 (2.559-) 1.157	[b]-0.148 (2.544-) 1.156
الفرص الاستثمارية VIF	[b]-0.019 (2.079-) 1.076	[b]-0.018 (-2.057) 1.074	[b]-0.019 (2.112-) 1.071
الوفورات الضريبية VIF	0.009 (1.612) 1.042	0.009 (1.635) 1.040	[c]0.009 (1.656) 1.040
العمر VIF	-0.007 (-0.488) 1.047	**	**
تركز الملكية VIF	[c]-0.086 (-1.638) 1.089	[c]-0.085 (-1.633) 1.088	[c]-0.086 (-1.655) 1.088
تكلفة الأموال VIF	[a]-2.356 (5.403-) 1.045	[a]-2.367 (-5.444) 1.042	[a]-2.379 (-5.473) 1.041
معامل التحديدR2	0.25	0.249	0.246
معامل التحديد المعدل	0.225	0.228	0.227
قيمة F	10.113	11.560	13.302
الخطأ المعياري	0.1837508	0.1834635	0.1834947

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة احصائية عند مستوى1%.

b ذات دلالة احصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة احصائية عند مستوى 10%.

** العامل المستثنى من المعادلة.

يلاحظ من الجدول (5-11) أن مجمل المتغيرات كانت ذات دلالة إحصائية عند مختلف مستويات الثقة1%، 5%،10% ماعدا متغير الربحية وعمر الشركة اللذان استبعدا من النموذج لعدم ثبوت معنويتهما. كما يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بحقوق الملكية جيدة، حيث كانت قيمة معامل التحديد R^2 بالنموذج الأول تقدر بـ 25% وبعد استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها لتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالحقوق الملكية كمتغير تابع كما هو موضح:

$$\mathbf{FS_{(i)}= 1.786} + 0.009\ \mathbf{TAX_{(i))}} - 0.054\ \mathbf{SIZE_{(1)}} - 0.019\ \mathbf{GRO_{(i)}} - 0.148\ \mathbf{AS_{(i)}} - 0.086\ \mathbf{EQU_{(1)}} - 2.379\ \mathbf{COST_{(i}} + \mathbf{0.1834947.}$$

من خلال المعادلة يمكن استخلاص العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للشركات الصناعية و طبيعة ودرجة هذا التأثير حيث: نجد أن كل من الحجم والتكلفة عاملان مهمان جدا عند بناء الهيكل المالي للشركات الصناعية محل الدراسة ودرجة تأثيرهما على التوالي: -0.054، 379.2-. يلي هذان العاملان هيكل الأصول الذي تربطه علاقة عكسية مع اختيار طريقة التمويل بالملكية ونسبة تأثير هذا العامل في قرار التمويل تقدر بـ 14.8% وهي عالية نوعا ما. عند مستوى الدلالة 10% نجد متغير الوفورات الضريبية، وتركز الملكية يدخلان كعاملان مؤثران حيث تربط الأول منهما علاقة طردية مع التمويل بالحقوق الملكية في حين الآخر علاقة عكسية ونسبة تأثيرهما على التوالي 0.9%، 8.6%.

ج- تحليل الانحدار للشركات الخدمية:

1- عوامل التمويل بالدين للشركات الخدمية: فيما يلي الجدول رقم (5-12) الذي يبين نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالدين في الشركات الخدمية كمتغير تابع

الجدول(5-12): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالدين في الشركات الخدمية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3	نموذج4	نموذج5	نموذج6	نموذج7	نموذج8
الثابت	0.951 (1.600)	0.951 (1.607)	0.952 (1.613)	0.943 (1.601)	0.813 (1.459)	0.811 (1.459)	0.077 [a] (0.676)	[a]0.065 (0.571)
الربحية VIF	0.086- (1.581-) 1.018	0.086- (1.597-) 1.003	0.086- (1.601-) 1.003	0.085- (1.58-) 1.002	0.084- (1.59-) 1.002	0.085- (1.59-) 1.000	0.088- (1.64-) 1.000	**
حجم الشركة VIF	-0.045 (1.364-) 1.035	-0.045 (-1.597) 1.035	-0.045 (1.371-) 1.035	-0.046 (1.41-) 1.031	-0.043 (1.3-) 1.003	-0.043 (1.34-) 1.002	**	**
هيكل الأصول VIF	0.001 0.005 1.070	**	**	**	**	**	**	**
الفرص الاستثمارية VIF	0.014- (0.555-) 1.017	0.014- (-0.557) 1.017	0.014- (0.561-) 1.016	**	**	**	**	**
الوفورات الضريبية VIF	0.000 (0.069) 1.008	0.000 (0.070) 1.007	**	**	**	**	**	**
العمر VIF	0.022- (0.720-) 1.046	0.022- (0.725-) 1.039	0.022- (0.728-) 1.039	0.022- (0.69-) 1.034	**	**	**	**
تركز الملكية VIF	0.477 (2.396) 1.051	[b]0.477 (2.451) 1.009	[b]0.476 (2.457) 1.006	[b]0.473 (2.446) 1.004	[b]0.473 (2.446) 1.003	[b]0.486 (2.502) 1.001	[b]0.484 (2.512) 1.000	[b]0.485 (2.50) 1.000
تكلفة الأموال VIF	0.571- (0.822-) 1.011	0.570- (0.826-) 1.008	0.578- (0.832-) 1.006	0.556- (0.80-) 1.003	0.543- (0.78-) 1.002	**	**	**
معامل التحديد R2	0.057	0.057	0.057	0.056	0.054	0.052	0.042	0.030
معامل التحديد المعدل	0.019	0.024	0.029	0.032	0.035	0.037	0.033	0.025
قيمة F	1.512	1.737	2.036	2.388	2.872	3.630	4.523	6.285
الخطأ المعياري	0.5777187	0.5762726	0.5748443	0.5738685	0.5731320	0.5725953	0.5737256	0.5760991

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة.

a ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%.

c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%

** العامل المستثنى من المعادلة.

يلاحظ من الجدول (5-12) أنه مجمل المتغيرات لم تكن ذات دلالة إحصائية عند مختلف مستويات الثقة1%، 5%،10% بل تم استبعداها من النموذج لعدم ثبوت معنويتهما. كما يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالدين ضعيفة، حيث كانت قيمة معامل التحديد R^2 بالنموذج الأول تقدر ب5.7% وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع كما هو موضح:

$$FS_{(i)}= 0.065+0.485\ EQU_{(i)}+ 0.5760991$$

من المعادلة يظهر أن العامل الوحيد الذي يؤثر على قرار التمويل بالدين للشركات الخدمية الأردنية هو تركز الملكية حيث بزيادة وحدة واحدة في تركز الملكية يزداد التمويل بالدين بمقدار 0.485 وهذا راجع إلى أن اغلب المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض بدلا من الأسهم العادية لحكر الإدارة.

2- عوامل التمويل بالديون القصيرة الآجل للشركات الخدمية: فيما يلي الجدول رقم(5-13)

الذي يبين نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون قصيرة الآجل في الشركات الخدمية كمتغير تابع

الجدول (5-13): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون قصيرة الآجل في الشركات الخدمية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3	نموذج4	نموذج5	نموذج6	نموذج7
الثابت	1.338 (2.366)	1.337 (2.370)	^{b}1.332 (2.371)	^{b}1.329 (2.371)	^{b}1.321 (2.301)	^{b}1.118 (2.104)	^{b}1.135 (2.134)
الربحية VIF	0.070- (1.362-) 1.018	0.070- (1.366-) 1.018	0.069- (1.361-) 1.003	0.069- (1.35-) 1.002	0.070- (1.37-) 1.002	0.069- (1.36-) 1.001	**
حجم الشركة VIF	-0.067 (2.121-) 1.035	-0.067 (-2.126) 1.046	-0.067 (2.130-) 1.035	-0.067 (2.15-) 1.031	-0.063 (2.1-) 1.03	-0.062 (2.02-) 1.002	**
هيكل الأصول VIF	0.018- (0.149-) 1.070	0.019- (0.153-) 1.068	**	**	**	**	**
الفرص الاستثمارية VIF	0.006- (0.246-) 1.017	0.006- (-0.244) 1.016	0.006- (0.242-) 1.016	**	**	**	**
الوفورات الضريبية VIF	0.000 (0.09-) 1.008	**	**	**	**	**	**
العمر VIF	0.034- (1.180-) 1.046	0.034- (1.182-) 1.039	0.033- (1.17-) 1.039	0.033- (1.16-) 1.034	0.033- (1.14-) 1.033	**	**
تركز الملكية VIF	0.354 (1.868) 1.051	^{c}0.355 (1.881) 1.009	^{c}0.349 (1.893) 1.006	^{c}0.348 (1.891) 1.004	^{c}0.353 (1.918) 1.003	^{b}0.367 (1.999) 1.001	^{b}0.368 (1.999) 1.000
تكلفة الأموال VIF	0.613- (0.921-) 1.011	0.610- (0.920-) 1.008	0.604- (0.915-) 1.006	0.596- (0.90-) 1.003	**	**	**
معامل التحديدR2	0.058	0.058	0.057	0.057	0.053	0.047	0.039
معامل التحديد المعدل	0.020	0.025	0.029	0.034	0.035	0.033	0.029
قيمةF	1.519	1.744	2.040	2.448	2.858	3 372	4.112
الخطأ المعياري	0.5499329	0.5484690	0.5459579	0.5459579	0.5457153	0.5461166	0.5472575

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%.

b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%. ** العامل المستثنى من المعادلة.

يلاحظ من الجدول (5-13) أنه مجمل المتغيرات لم تكن ذات دلالة إحصائية عند مختلف مستويات الثقة1%، 5%،10%، بل تم استبعداها من النموذج لعدم ثبوت معنويتهما. كما يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالدين القصير هي الأخرى ضعيفة، حيث كانت قيمة معامل التحديدR^2 بالنموذج الأول تقدر بـ 5.8% وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع كما هو موضح:

$FS_{(i)}=1.135 + 0.386\ EQU_{(i)} + 0.5760991$

من المعادلة يظهر أن العامل الوحيد الذي يؤثر على قرار التمويل بالدين القصير للشركات الخدمية الأردنية هو تركز الملكية حيث بزيادة وحدة واحدة في تركز الملكية يزداد التمويل بالدين بمقدار 0.386 .

3- عوامل التمويل بالديون الطويلة الآجل للشركات الخدمية: فيما يلي الجدول رقم(5-14)الذي يبين نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون الطويلة الآجل في الشركات الخدمية كمتغير تابع

الجدول(5-14): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بالديون الطويلة الآجل في الشركات الخدمية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3	نموذج4	نموذج5	نموذج6
الثابت	[a]0.445- (3.167-)	[a]0.444- (3.169-)	[a]0.441- (3.158-)	[a]0.439- (3.146-)	[a]0.443- (3.175-)	[a]0.439- (3.143-)
الربحية VIF	0.016- (1.262-) 1.018	0.016- (1.262-) 1.018	0.017- (1.327-) 1.003	0.017- (1.33-) 1.002	0.016- (1.28-) 1.002	**
حجم الشركة VIF	[a]0.024 (3.123) 1.035	[a]0.024 (3.141) 1.046	[a]0.024 (3.143) 1.035	[a]0.024 (3.142) 1.031	[a]0.024 (3.071) 1.03	[a]0.024 (3.024) 1.028
هيكل الأصول VIF	0.013 (0.439) 1.070	0.013 (0.413) 1.068	**	**	**	**
الفرص الاستثمارية VIF	0.006- (1.128-) 1.017	0.006- (-1.148) 1.016	0.006- (1.155-) 1.016	-0.006 (1.155-) 1.013	**	**
الوفورات الضريبية VIF	0.000 (0.709) 1.008	0.001 (0.700) 1.005	0.001 (0.716) 1.004	**	**	**
العمر VIF	[b]0.015 (2.024) 1.046	[b]0.015 (2.020) 1.039	[b]0.014 (1.997) 1.039	0.0151 [b] (1.997) 1.034	[b]0.015 (2.069) 1.033	[b]0.015 (2.076) 1.033
تركز الملكية VIF	0.135 (2.868) 1.051	[a]0.135 (2.881) 1.009	[a]0.139 (2.893) 1.006	[a]0.134 (2.891) 1.004	[a]0.135 (2.918) 1.003	[a]0.136 (2.999) 1.001
تكلفة الأموال VIF	0.045 (0.272) 1.011	**	**	**	**	**
معامل التحديدR2	0.105	0.105	0.104	0.102	0.095	0.088
معامل التحديد المعدل	0.069	0.073	0.077	0.079	0.078	0.075
قيمة F	2.918	3.339	3.882	4.567	5.349	6.564
الخطأ المعياري	0.1365894	0.1362728	0.1359931	0.1358292	0.1359622	0.1361759

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%. b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%.

c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%. ** العامل المستثنى من المعادلة.

من خلال الجدول (14-5) يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالدين طويل الآجل جيدة، حيث كانت قيمة معامل التحديد R^2 بالنموذج الأول تقدر ب10% وبعد استبعاد المتغيرات التي تتسم بعدم ثبوت معنويتها تظهر معادلة الانحدار للتمويل بالدين كمتغير تابع كما هو موضح:

$$FS_{(i)} = -0.439 + 0.024\ SIZE_{(i)} + 0.015\ Age_{(i)} + 0.135\ EQU_{(i)} + 0.1361759$$

من خلال المعادلة يمكن استخلاص العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للشركات الخدمية و طبيعة ودرجة هذا التأثير حيث: نجد أن كل من الحجم وتركز الملكية عاملان مهمان جدا عند بناء الهيكل المالي للشركات الخدمية محل الدراسة ودرجة تأثيرهما على التوالي: 0.024، 0.135. يلي هذان العاملان العمر الذي تربطه علاقة موجبة مع اختيار طريقة التمويل بالدين الطويل الآجل فبزيادة سنة واحدة يزداد التمويل بالدين الطويل الاجل بقيمة 0.015.

4- **عوامل التمويل بحقوق الملكية للشركات الخدمية: فيما يلي الجدول رقم(5-15)الذي يبين**

نتائج معادلة الانحدار للتمويل بحقوق الملكية في الشركات الخدمية كمتغير تابع

الجدول (5-15): نتائج معادلة الانحدار للتمويل بحقوق الملكية في الشركات الخدمية كمتغير تابع

المعامل	نموذج1	نموذج2	نموذج3	نموذج4	نموذج5	نموذج6	نموذج7	نموذج8
الثابت	0.219 (1.600)	0.218 (1.607)	0.217 (1.613)	0.225 (1.601)	0.343 (1.459)	0.346 (1.459)	a0.927 (0.676)	0.939 a (0.571)
الربحية VIF	0.086 (1.581) 1.018	0.086 (1.597) 1.003	0.086 (1.601) 1.003	0.085 (1.58) 1.002	0.084 (1.59) 1.002	0.085 (1.59) 1.000	0.088 (1.64) 1.000	**
حجم الشركة VIF	0.036 (1.364) 1.035	0.036 (1.597) 1.035	0.036 (1.371) 1.035	0.037 (1.41) 1.031	0.033 (1.3) 1.003	0.034 (1.34) 1.002	**	**
هيكل الأصول VIF	-0.005 -0.037 1.070	**	**	**	**	**	**	**
الفرص الاستثمارية VIF	0.012 (0.555) 1.017	0.012 (0.557) 1.017	0.012 (0.561) 1.016	**	**	**	**	**
الوفورات الضريبية VIF	0.000 (0.069-) 1.008	0.000 (0.070-) 1.007	**	**	**	**	**	**
العمر VIF	0.022 (0.720) 1.046	0.022 (0.725) 1.039	0.022 (0.728) 1.039	0.022 (0.69) 1.034	**	**	**	**
تركز الملكية VIF	-0.477 (-2.39) 1.051	-0.477 (-2.45) 1.009	-0.476 (-2.45) 1.006	-0.489 (-2.44) 1.004	b-0.499 (-2.44) 1.003	b-0.501 (-2.50) 1.001	b-0.502 (2.512) 1.000	b-0.506 (-2.50) 1.000
تكلفة الأموال VIF	0.571 (0.822) 1.011	0.570 (0.826) 1.008	0.578 (0.832) 1.006	0.556 (0.80) 1.003	0.543 (0.78) 1.002	**	**	**
معامل التحديدR2	0.056	0.056	0.055	0.053	0.050	0.045	0.042	0.032
معامل التحديد المعدل	0.018	0.023	0.028	0.031	0.034	0.036	0.033	0.027
قيمةF	1.478	1.697	1.989	2.388	2.872	3.630	4.523	6.285
الخطأ المعياري	0.5777187	0.5762726	0.5748443	0.5738685	0.5731320	0.5725953	0.5737256	0.5760991

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

(-) الأرقام التي بين الأقواس تمثل قيمة T المحسوبة. ** العامل المستثنى من المعادلة.

a ذات دلالة إحصائية عند مستوى1%. b ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. c ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%.

يلاحظ من الجدول (5-15) أنه مجمل المتغيرات لم تكن ذات دلالة إحصائية عند مختلف مستويات الثقة1%، 5%،10%، بل تم استبعداها من النموذج لعدم ثبوت معنويتهما. كما يلاحظ أن قيمة التوضيحية لمعادلة الانحدار الخاصة بالتمويل بالحقوق الملكية هي الأخرى ضعيفة، حيث كانت قيمة معامل التحديد R^2 بالنموذج الأول تقدر بـ 5.6% وتلخص معادلة الانحدار للتمويل بحقوق الملكية كمتغير تابع كما هو موضح:

$$FS_{(i)} = 0.939 - 0.506\ EQU_{(i)} + 0.5774019$$

من المعادلة يظهر أن العامل الوحيد الذي يؤثر على قرار التمويل بالحقوق الملكية للشركات الخدمية الأردنية هو تركز الملكية حيث بزيادة وحدة واحدة في تركز الملكية يقل التمويل بالحقوق الملكية بمقدار -0.506 .

5- اختبار الفرضية الثالثة:

بعد تحليل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان، وجد أنها تختلف باختلاف الصناعة هذا معناه رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة ويمكن إدراج هذه الاختلافات في الجدول التالي:

الجدول(5- 16): اختلاف العوامل المؤثرة في الهيكل المالي باختلاف صناعة الشركة.

طريقة التمويل	العوامل المؤثرة في الهيكل المالي	
	الشركات الصناعية	**الشركات الخدمية**
التمويل بالدين والتمويل بالملكية	الوفورات الضريبية، الحجم، الفرص الاستثمارية، هيكل الأصول، تركز الملكية، تكلفة الأموال.	تركز الملكية
التمويل بالديون القصيرة	الحجم، هيكل الأصول، الفرص الاستثمارية، تكلفة الأموال.	تركز الملكية
التمويل بالديون الطويلة	تركز الملكية، الحجم، هيكل الأصول، تكلفة الأموال	تركز الملكية، الحجم، العمر.

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

أظهرت النتائج الملخصة في الجدول (5-16) العوامل المؤثرة في الهيكل المالي التي تختلف في درجة التأثير باختلاف الصناعة ، بطبيعة الحال فإن تركيبة الأصول (ملموسة وثابتة) تختلف في الشركة الصناعية عن الخدمية حيث في الاقتصاد الأردني لوحظ أن قطاع الخدمات يمتلك أصول ثابتة (التي تعتبر ضمانات) بقدر كبير، هذا الأمر الذي يجعل الشركات المنتمية لهذا القطاع تبتعد عن التمويل بالديون القصيرة الأجل عند تشكيل مزيجها المالي بل تتجه نحو تمويل هذه الأصول بمصادر دائمة (التمويل بالديون طويلة الأجل) وما يؤكد ذلك عند الاطلاع على القوائم المالية للقطاعين تبين أن كلا القطاعين يعتمدان على التمويل بالدين الطويل الأجل أكثر من الدين القصير حيث بلغ مجموع الديون القصيرة الأجل في قطاع الخدمات **39735775** دينار أردني في حين كان **77325262** دينار في قطاع الصناعة بالمقابل كان مجموع الديون طويلة الأجل عالية إذ بلغ ما مقداره **177431620** دينار أردني بقطاع الصناعة في حين فاق مجموع الديون الطويلة في قطاع الخدمات هذه القيمة ليصل إلى **489260766** دينار وهذا حسب ما ورد في دليل الشركات لسنة **2008** الصادر عن هيئة الأوراق المالية.

أما الاختلاف في تركز الملكية يعود إلى حجم رأس المال المكتتب حيث يختلف في الشركة الصناعية عن الخدمية وذلك حسب ما ينظمه القانون والتشريعات الخاصة بكل قطاع. بالإضافة إلى حجم الشركة وعدد المساهمين.

ثالثا: التوافق بين السياسات المتبعة في تمويل الشركات الأردنية مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل.

من أجل اختبار الفرضية(4) التي تنص على: لا يوجد التوافق بين السياسات المتبعة في تمويل الشركات الأردنية مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل، تم الاعتماد على معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة التي نصت عليها الدراسات السابقة المتمثلة في الربحية، وهيكل الأصول،

والحجم، والنمو، والوفورات الضريبية و بين التمويل بالدين والمعبر عنه بمجموع الديون على مجموع الأصول.

الجدول (5–17): معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والرفع المالي

	الرفع المالي	الربحية	هيكل الاصول	حجم الشركة	الفرص الاستثمارية (النمو)	الوفورات الضريبية
معامل Person	1	- 0.076	0.067	0.030	0.003	-0.012
مستوى الدلالة sig		0.051	0.076	0.259	0.472	0.403

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS

من خلال الجدول نلاحظ وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 10% بين ربحية الشركة المقاسة بالعائد على الأصول (ROA) والتمويل بالدين من جهة وعلاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 10% بين هيكل الأصول والتمويل بالدين من جهة أخرى، في حين كانت هناك علاقة ايجابية مع الحجم والنمو، وعلاقة سلبية مع الوفورات الضريبية لكن ليست ذات دلالة إحصائية.

إن هذه النتائج تتوافق مع ما جاءت به الدراسات السابقة إذ كلما كانت الربحية عالية في الشركات كلما قل مستوى الاستدانة في هيكلها المالي في حين يتم استخدام الديون لزيادة الاستثمار والتوسعات وهذا ما يفسر العلاقة الموجبة بين هيكل الأصول والتمويل بالدين وبناءا على هذه النتائج نقبل الفرضية البديلة والتي ترى أن سياسات التمويل في الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي تتوافق مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل.

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

- ✓ تمهيد
- ✓ النتائج
- ✓ التوصيات
- ✓ البحوث المستقبلية

6- 1 تمهيد

بعد أن تم تحليل البيانات الخاصة بالشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وبعد اختبار فرضيات الدراسة خصص هذا الفصل لمناقشة نتائج اختبار الفرضيات ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة بغية الوصول إلى خلاصة تتضمن استنتاجات وتوصيات.

6- 2 النتائج

من خلال التحليل الإحصائي لبيانات الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية توصلت الباحثة إلى النتائج التالية:

أولا: وصف البيانات

- ان نسبة الاعتماد على التمويل بالملكية كانت أعلى نسبة حيث بلغت ما يقارب **67%**، في حين لم يتجاوز متوسط التمويل بالدين **32%**. كما لوحظ أن أعلى نسبة كانت للتمويل بالديون القصيرة الأجل، حيث بلغت **26%** مقارنة بالتمويل بالديون طويلة الآجل التي لم تتعد نسبة **7%** وهذا مفاده أن الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي تعتمد على التمويل بالديون قصيرة الأجل أكثر من الاعتماد على التمويل بالديون الطويلة الأجل وذلك بعد استنفاد مصادرها الداخلية. وترى الباحثة أن السياسة المتبعة من طرف الشركات الأردنية الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان جد منطقية حيث الابتعاد عن استخدام الرافعة المالية والتركيز على أدوات الملكية يحافظ على استقرار واستمرارية الشركة ويجعل تكلفة أدوات الملكية متدنية مقارنة مع تكلفة الدين وقد يكون سبب اجتناب الدين في التمويل إلى عوامل دينية.ويترتب على تجنب الدين برأي

الباحثة عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة وبالتالي إبطاء عملية التوسع، ومن ثم تعظيم ربحية المساهمين.

ثانيا: تحليل الانحدار للشركات الصناعية والخدمية مجتمعة

- لا تؤثر كل من المتغيرات التالية: الوفورات الضريبية، والربحية، وحجم الشركة، والعمر، والفرص الاستثمارية، وهيكل الأصول، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال على قرار التمويل بالدين بشكل معنوي. في حين هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين متغير تركز الملكية وبين إتباع الشركات الأردنية سواء الصناعية منها أو الخدمية طريقة التمويل بالدين.
- هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين تركز الملكية وبين إتباع الشركات الأردنية سواء الصناعية منها أو الخدمية طريقة التمويل بالدين القصير الأجل. غير ان كل من العوامل التالية: الوفورات الضريبية، والربحية، وحجم الشركة، والعمر، والفرص الاستثمارية، وهيكل الأصول، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال تعد عوامل غير مؤثره بشكل معنوي في قرار بناء الهيكل المالي للشركات الصناعية والخدمية.

إن إتباع الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان طريقة التمويل بالدين الطويل. يتأثر بمجموعة من العوامل أولها:

- هناك علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين الحجم وطريقة التمويل بالدين الطويل للشركات الصناعية والخدمية مجتمعة. وهذا واضح كون أن الشركات الكبيرة الحجم لديها تنوع في منتجاتها وأن احتمالية فشلها تكون قليلة، إضافة إلى أن قدرتها على الوفاء وخدمة الدين عالية مما يجعلها تتمتع بميزة الحصول على التمويل من البنوك والمؤسسات المالية

أو سوق المال. وهذه النتيجة جاءت موافقة لمبادئ نظرية العلاقة التوازنية، كما وقد خلصت كل الدراسات التالية إلى نفس العلاقة:

(Daskalakis & psillaki, 2009؛ عبد الله والصديق، 2002).

- هناك علاقة طردية و ذات دلالة احصائية بين عمر الشركة والاعتماد على التمويل بالديون الطويلة الآجل وهذا يفسر بالعلاقة السابقة لكون عامل العمر مرتبط بعامل الحجم فبزيادة العمر يزداد الحجم وبالتالي تكتسب الشركة سمعة جيدة في السوق تجعلها تتمتع بميزة الحصول على التمويل من البنوك بشروط وضمانات قليلة.
- هناك علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين هيكل الأصول والتمويل بالديون الطويلة الأجل وهذا طبيعي ويعنى أن الشركات الصناعية والخدمية تسعى لتمويل أصولها الثابتة بمصادر طويلة الاستحقاق وقد وافق هذه النتيجة كل من دراسة:(

(Demirhan، 2009; Ramlall، 2009

- علاقة موجبة ذات دلالة احصائية بين تركز الملكية والتمويل بالدين الطويل الأجل. فباللجوء إلى الاقتراض يضمن المالكين مصادر تمويل لا تقاسمهم في الأرباح ولا تتدخل في الإدارة.
- لا تؤثر كل من المتغيرات التالية: الوفورات الضريبية، والربحية، وحجم الشركة، والعمر، والفرص الاستثمارية، وهيكل الأصول، وصناعة الشركة، وتكلفة الأموال على قرار التمويل بالملكية بشكل معنوي. في حين هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين متغير تركز الملكية وبين إتباع الشركات الأردنية سواء الصناعية منها أو الخدمية طريقة التمويل بالملكية.

ثالثاً: تحليل الانحدار للشركات الصناعية والخدمية منفردة

- الشركات الصناعية تعتمد في قرارها التمويلي على مجموعة من العوامل فتلجأ الى التمويل بالدين أو بالملكية بمراعاة الوفورات الضريبية، والحجم، والفرص الاستثمارية، هيكل الأصول، تركز الملكية، تكلفة الأموال. أما عند التمويل بالديون القصيرة الأجل فهي تهتم بالحجم، وهيكل الأصول، والفرص الاستثمارية، تكلفة الأموال. على العكس فقد أثبت أن الشركات الخدمية تخضع قرار التمويل لسيطرة الملاك ويمكن تفسير هذا بطبيعة الفئة المالكة (أفراد العائلة الواحدة). بالنسبة لقرار اللجوء إلى الدين الطويل الأجل في الشركات الخدمية فهو يعتمد بالإضافة إلى تركز الملكية على عامل العمر والحجم، وهذا جد منطقي فكلما زاد عمر الشركة زاد حجمها، وبالتالي تنوعت خدماتها، ويزداد عدد عملائها فتقل احتمالية فشلها وتكتسب سمعة تمكنها من كسب ثقة البنوك ومختلف المؤسسات المالية لتحضى بذلك على مختلف أساليب التمويل المتاحة وبشروط وضمانات سهلة وقليلة. أما الشركات الصناعية فيعد كل من تركز الملكية، والحجم، وهيكل الأصول، وتكلفة الأموال عوامل مؤثرة في قرار التمويل بالديون طويلة الأجل.

رابعا: مدى توافق السياسات المتبعة في تمويل الشركات الأردنية مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل.

- أن سياسات التمويل في الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي تتوافق مع أسس نظرية ترتيب أولويات التمويل.أي أن الشركات الصناعية والخدمية تعتمد بالدرجة الأولى على الأرباح المحتجزة وفي حالة عدم كفايتها تلجأ للاقتراض ليكون أخر منفذ هو الإصدارات المختلفة. إذ كلما كانت الربحية عالية في الشركات كلما قل مستوى الاستدانة في هيكلها المالي في حين يتم استخدام الديون لزيادة الاستثمار

والتوسعات وهذا ما يفسر العلاقة الموجبة بين هيكل الأصول والتمويل بالدين المتوصل لها.

6- 3 التوصيات

إن النتائج التي أفرزتها الدراسة الحالية قد يكون لها انعكاس على الواقع العملي للشركات موضوع البحث، خاصة عند صدور أي قرارات تمويلية لمشروعات مستقبلية ولذلك توصي الباحثة:

- الشركات الخدمية بالخصوص بالأخذ بعين الاعتبار كل من هيكل الأصول، والفرص الاستثمارية، الوفورات الضريبية، الربحية، لكسب ثقة المؤسسات التي تشكل مصادر تمويلية كالبنوك والشركات المالية وصناديق الاستثمار. ومن ثم الاستفادة من طاقة الرفع المالي المعطلة اما من اجل تعظيم ربحية المساهمين أو كطريقة تأديبية لردع المدراء.
- كما توصي الباحثة الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان عدم التوجه نحو القروض بمختلف أنواعها لتغطية الاستثمارات غير المؤكدة أو التوسعات غير اللازمة أو حتى لمعالجة المشاكل الآنية، بل اللجوء نحو الأرباح المحتجزة خاصة ونحن نعلم أن زيادة الاقتراض يلزمه توافر سيولة عالية أي زيادة الأموال غير المستثمرة.
- تشجع الباحثة إدارات الشركات الأردنية على الاستمرار في التوافق مع نظرية ترتيب أولويات التمويل.

6- 4 البحوث المستقبلية

وعلى أساس النتائج المتوصل إليها ترى الباحثة ضرورة:

1. إجراء المزيد من الدراسات المتعمقة لتشمل في هذا الموضوع قطاع البنوك الذي يأخذ مكانة مميزة بين القطاعات الاقتصادية في سوق عمان المالي، وأيضا التأمين، للوقوف على مدى التباين لمحددات الهيكل المالي بين هذه القطاعات.
2. في ظل الظروف الاقتصادية الراهنة هناك الحاجة لدراسة مدى تأثر الهياكل المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية بالأزمة المالية.
3. إجراء دراسة مقارنة بين مجموعة من الدول العربية لمعرفة مدى التباين بين العوامل المحددة للهياكل المالية في شركاتها.

المراجــع

- ✓ المراجع العربيـة
- ✓ المراجع الأجنبيـة

المراجع العربية

أبو شربة، محمد. (2005). **"محددات هيكل رأس المال حالة دراسية عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية"**. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

آل شبيب، دريد. (2009). **"مبادئ الإدارة المالية"**. دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

أندراوس، عاطف. (2006). **"التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"**. دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.

بن ساسي، الياس وقريشي، يوسف. (2006). **"التسيير المالي: الإدارة المالية دروس و تطبيقات"**. دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

بني مقداد، محمد. (2008). **تضامن الموقعون على الأوراق التجارية دراسة مقارنة"**. عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، اربد، الأردن.

الحناوي، محمد والعبد، جلال. (2002). **"الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

الحناوي، محمد ومصطفى، نهال والعبد، جلال. (2004). **"الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات"**. الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

الحناوي، محمد. (2000). **"الإدارة المالية والتمويل"**. الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.

دادن، عبد الوهاب. (2006). **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية"**، مجلة الباحث، العدد4، ص107- ص114.

الزبيدي، حمزة. (2008). **"الإدارة المالية المتقدمة"**. مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن.

زغلول، سعد. (2003). **"دليل البرنامج الإحصائي SPSS"**. الإصدار العاشر، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، الجهاز المركزي للإحصاء، العراق.

الساقي، سعدون والنعيمي، عدنان وسلام، أسامة وموسى، شقيري. (2006). "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، طبعة الأولى، عمان، الأردن.

سلام، عزمي. (2007). "أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها". دراسات العلوم الإدارية، مجلد 34، العدد1.

طنيب، محمد وعبيدات، محمد. (2009). "الإدارة المالية في القطاع الخاص". دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

العامري، محمد. (2007). "الإدارة المالية". دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،عمان، الأردن.

عباد، منير. (2004). "أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان". رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

عباس، علي. (2007). "الإدارة المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

عبد الله، عبد القادر والسهلاوي، خالد. (2009). "أساسيات الإدارة المالية". الشامل للطباعة، الطبعة الأولى.

عبد الله، عبد القادر، والصديق، بابكر. (2002). "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية". دورية الإدارة العامة، المجلد 42، العدد4.ص723- ص747.

عقل، مفلح. (2008). "مقدمة في الإدارة المالية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

غنيم، أحمد. (2008). "الإدارة المالية مدخل التحول من الفقراء إلى الثراء". المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.

القاضي، حسين. (2000). "منهج المحاسبة". مجلة جامعة دمشق، المجلد 16، العدد 2.

القضاة، مصطفى. (2008). "**أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

كنعان، هشام. (2007). "**أثر الهيكل المالي على عوائد أسهم قطاع الشركات الصناعية الأردنية للفترة1990-2005**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.

المومني، محمد. (2006). "**أثر التغير في هيكل رأس المال على قيمة المنشأة التجارية تحت مستويات مخاطرة مختلفة: دليل من السوق الأردني**". رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

النعيمي عدنان وياسين الخرشة. (2007). "**أساسيات في الإدارة المالية**". دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، الأردن.

هنانده، موفق. (2007). "**أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن(1996-2006)**". رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن.

هندي، منير. (2008). "**الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**"، توزيع منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر.

هياجنة، أسامة. (2001). "**أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الاردن1990-1999**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.

القوانين:

قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002.

قانون الشركات الأردني في رقم 22 لسنة 1997.

المراجع الأجنبية

Allayannis & Brow, Klapper, " Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use In East Asia", **The Journal of Financial**, Vol 58, No 6, December, 2003,pp2667-2709 published in:http://faculty.darden.virginia.edu/allayannisy/Asiadebt_062702.pdf

Atrissi, Nizar," **La Structure Financiere dans un Environnement Inflationniste : l` Impact de la Procedure se Reevalaution des actifs"**, Mai, 2007, pp 2-38 Published in: http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/196.pdf.

Bas Tugba, Gulnur Muradoglu & Karte Phylaktis," Determinats of Capital Structure in Developing Countries", October 28, 2009, Published in:http://efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/China2010/papers/determinants%20of%20capital%20structure%20in%20developing%20countries.pdf

Belin , Cavaco & Guille, " **Financial Structure: Does R&D Affect Debt-Financing"**,2009,pp 1-19, published in:http://www.jma2009.fr/communications/E1/Belin_Cavaco_Guille.pdf

Benito, Andrew," **The Capital Structure Decisions of Firms: Is There A Pecking Order?"**, Work paper, No 0310, Spanish Bank, Madrid,2003,pp7-42 Published in: www.bde.es

Besley, Brighan, **"Essentials of Managerial Finance"** ,International Edition, 13th Edition, 2005.

Bhabatosh, Banjeree, **"Financial Policy & Management Accounting"**, 7th edition, 2005.

Chenchuramaiah Bathala , Hsin-Yu Liang , "Tradeoff Or Pecking Order :Capital Structure Policy Suitable for Financially Distressed Firms" ,**The IUP Journal Of Applied Finance**, Vol. 15, No. 10, 2009,pp 5-18.

Daskalakis Nikolaos, psillaki Maria ,**"Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific Evidence From SMEs"**, year2009, publiched in http://ssrn.com/abstract=1341860.

Deloofi Marc, Heyman Dries &Hubert Ooghe, "The Financial Structure Of Private Held Belgian Firm", **Jornal Of Small Business Economics**, vol 30,year 2008,issue 3,pp 301-313.

Demirhan Dilek, "**Analysis of Firm Specific Factors Affecting Capital Structure :Application on ISE Service Firm**", Ege University, turkch, 2009,publiched in http://eab.ege.edu.tr/pdf/9_2/C9-S2-M15.pdf.

Downes John, Goodman Jordan Elliot," **Barron`s Finance Investment Handbook**", 6th edition, 2003.

Gibson, Brian, "**An International Comparison of Small Firm Financial Structure**", International Council for Small Business, 47th World Conference,June, San Juan,Puerto Pico,2002,pp 1-19 Published in: www.kmu.unisg.ch/rencontres/band2002/F_04_Gibson.pdf.

Huson Ahmed, Nazrul Hisham, " Revisiting Capital Structure Theory: A Test Of Pecking Order And Static Order Trade-of Model from Malaysian Capital Market" ,International **Research Journal Of Finance And Economics** ,ISSN 1450-2887 Issue 30, y2009,pp 58-65.

Joeveer Karin ,"**what Do we know About The Capital Structure Of Small Firms**", Working Paper Series, ISSN 1211-3298,Charles University, Decembre2005,pp 1-43.

Kieso, Weygandt &Warfield, "**Intermediate Accounting**", John Wiley&Sons, 12th edition,2005.

Mihalaca ,Gobriela & Antal, Raluca, " **An Empirical Investigation of The Trade- off and Pecking order Hypotheses on Romanian Market**", The 13th International Conference, June30-july 3,2009,Vilnius, Lithuania, pp 109-114 Published in : http://www.vgtu.lt/leidiniai/leidykla/ASMDA_2009/PDF/05_sec_023_Mihalca_et_al_An_Empirical.pdf

Mitali sen, " **A Decompositional Analysis of the Liability Structure of Indian commercial Banks**", Indian School of Mines, December2004, Publiched in http://sn108w.snt108.mail.live.com/default.aspx?n=2067863000

Mouziane, Fatima, " **Importance Of Bonds Financing As An Alternative To Direct Debt Financing From Commercial Banks And Their Effects**

On Capital Structure, Case Study Of Algerian Corporations", Unpublished Master Theses , Yarmouk, University,Irbed , Jordan ,2008.

Moyer, Guigan &Rao, " **Fundamentals of Contemporary Financial Management"**, Thomson South Western, Second edition, 2007.

Modigliani, F and Miller M H (1958), **'The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment'**, American Economic Review, Vol. 53, pages 433-443.

Myers, S C and Majluf, N S (1984), **'Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have'**, Journal of Financial Economics, Vol. 13, pages 187-221.

Pike, Neale, **"Corporate Finance & Investment Decision and Strategies"**, Prentice Hall International, 1993.

Pinteris George, **"Note on Capital Structure"**, 2003, University of Illinois at Urbana- Champaign, published in: http://www.business.uiuc.edu/gpinteri/capitalstructure.pdf

Qian Yanmin, Tian Yao, Wirjanto Ton," Do Chinese Publicly Listed Companies Adjust Their Capital structure Toward a Target Level?", **China Economic Review**, Vol 20, Issue 4, dec 2009, pp662-676.

Raiborn F, Watson,C " **Core Concepts of Accounting"**, Leyh Publishing, 2003.

RamlalL Indranarainl," Determinants Of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity Of Leverage: Looking For a Modified Pecking Order Theory", **International Research Journal of Finance and Economics**, ISSN1450-2887,Issue31,y2009,pp 83-92 published in: http://www.eurojournals.com/finance.htm

Ross, Stephen, "The Determination of Financial Structure The Incentive-Signaling Approch", **Bell Journal of Economies**, Vol. 8, No. 1. (Spring, 1977), pp. 23-40.

Ross, Westerfield, Jaffe, **"Corporate Finance"**,International Edition, 6th Edition, 2002.

Ross, Westerfield, Jaffe, **"Corporate Finance"**,International Edition, 3th Edition, 1999.

Sartoris, Hill, " **Short-Term Financial Management** ",Premtice Hall, 3 Edition, 1995.

Sekaran, Uma, **"Research Methods For Business A Skill-Building Approach"**, John Wiley & Sons, 4th Edition, 2002.

Simerly & Mingfang, "Environmental Dynamism Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test", **Strategic Management Journal**, Vol 21, 2000, pp31-49.

Stickney, Weil, " **An Introduction to Concepts Financial Accounting**", Tomson Publishing, 11th Edition, 2006.

Vonlgaris, Asteriou, Agiomirgianakis, " Size and Determinants of Capital Structure in The Greek Manufacturing Sector", **International Review of Applied Economics**, Vol 18, No 2, April,2004,pp 247- 262.

Zurigat, Ziad, " **Pecking Order Theory; Trade off Theory & Determinats of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan"**, Published Doctora Theses, Heriot-Watt University, March2009, p1-p139 website:
http://www.ros.hw.ac.uk/bitstream/10399/2244/1/ZurigatZ_0309_sml.pdf

الملاحق

- ✓ الشركات الخدمية ضمن العينة
- ✓ الشركات الصناعية ضمن العينة

الشركات الخدمية ضمن العينة

1. بيت المال
2. الشامخة للاستثمار
3. التجمعات للمشاريع
4. العربية الدولية
5. الاتحاد للاستثمار
6. العربية للاستثمارات
7. التجمعات لخدمات التغذية
8. اعمار للتطوير والاستثمار
9. الاتحاد لتطوير الاراضي
10. الاتصالات الاردنية
11. الاردن لتطوير المشاريع
12. الاردنية لضمان القروض
13. الاستثمارية القابضة للمغتربين
14. الامل للاستثمار
15. الامين للاستثمار
16. الانماء العربية
17. البتراء للتعليم
18. الثقة للاستثمارات
19. البحرية الاردنية
20. التجمعات الاستثمارية
21. الثقة للنقل الدولي
22. الخطوط البحرية الوطنية
23. الدستور
24. الدولية للاستثمارات الطبية
25. الدولية للفنادق والاسواق
26. الزرقاء للتعليم
27. السلام الدولية
28. الشرق العربي للاستثمارات
29. الشرق للمشاريع
30. الصقر للاستثمارات
31. العالمية للوساطة
32. العرب للتنمية العقارية
33. العقارية الاردنية للتنمية
34. الفارس
35. المستثمرون و الشرق العربي
36. المتحدة للاستثمارات المالية
37. الاردنية للاستثمار والنقل السياحي الفا
38. المجموعة الاستشارية
39. المحفظة العقارية الاستثمارية
40. المستثمرون العرب المتحدون
41. رم للنقل السياحي المتخصص
42. المقايضة للنقل
43. الموارد للتنمية والاستثمار
44. الموحدة للنقل والخدمات
45. النقليات السياحية
46. أموال انفست
47. الطباعون العرب

48. الحمة المعدنية
49. فيلادلفيا الدولية
50. عالية خطوط الجوية
51. مدارس الاتحاد
52. البلاد للخدمات الطبية

الشركات الصناعية ضمن العينة

1. الاتحاد للصناعات المتطورة
2. الاردنية لانتاج الادوية
3. مصانع الاتحاد لانتاج التبغ
4. الاردنية لتجهيز و تسويق الدواجن و منتجاتها
5. الاردنية لصناعات الصوف الصخري
6. الاردنية لصناعة الانابيب
7. المتكاملة لتطوير الاراضي
8. الاستثمارات العامة
9. المتصدرة للأعمال والمشاريع
10. العربية للصناعات الكهربائية
11. الاقبال للطباعة و التغليف
12. الالبان الاردنية
13. الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
14. الباطون الجاهز و التوريدات الانشائية
15. البترول الوطنية
16. البوتاس العربية
17. الترافرتين
18. مجموعة أوفتك
19. مناجم الفوسفات
20. الدولية للصناعات الخزفية
21. السلفوكيماويات الاردنية
22. السيليكا
23. الشرق الاوسط للصناعات الدوائية و الكيماوية
24. مصانع الورق و الكارتون
25. الصناعات الهندسية العربية
26. الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
27. الصناعية التجارية الزراعية
28. العالمية للصناعات الكيماوية
29. العامة للتعدين
30. العربية لصناعات المبيدات و الادوية البيطرية
31. العربية لصناعة الالمنيوم
32. العربية لصناعة المواسير المعدنية
33. العربية للمشاريع الاستثمارية
34. القرية للصناعات لبغذائية و الزيوت النباتي
35. الدباغة الاردنية

36. اللؤلؤة
37. الجنوب لصناعة الفلاتر
38. الزي لصناعة الالبسة
39. المركز العربي لصناعات الادوية
40. المصانع العربية للاغذية و الاستثمار
41. الموارد الصناعية الاردنية
42. الوطنية الاولى لصناعة و تكرير الزيوت النباتية
43. الوطنية لصناعات الالمنيوم
44. الوطنية لصناعة الصلب
45. الوطنية لصناعة الكلورين
46. الوطنية لصناعة الكوابل و الاسلاك الكهربائية
47. الوطنية للدواجن
48. أمانة للاستثمارات الزراعية و الصناعية
49. الصناعات الوطنية
50. حديد الاردن
51. دار الدواء للتنمية و الاستثمار
52. دار الغذاء
53. عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية
54. رم علاء الدين للصناعة الهندسية
55. عافية العالمية الاردن
56. الصناعات الصوفية
57. الدخان والسجائر
58. العربية للاستثمار
59. مصانع الاجواخ الاردنية
60. مصانع الاسمنت الاردنية
61. مصانع الخزف الاردنية
62. مصانع الزيوت النباتية الاردنية
63. مصفاة البترول

Abstract

Berber, Hafida, Determinants of Financial Structure: The Case of Jordanian Corporations. Master Thesis, Yarmouk University. 2010(Supervisor: Professor Turki Raji Elhamoud).

The purpose of this study was to investigate the factors affecting the financial structure of the Jordanian companies during the period **(2005-2008).** Also the study sought to know if these factors vary by industry, and to judge the compatibility between the corporate`s funding policies with the basic of the pecking order theory.

To achieve these objectives the sample of study was formed by **115** firm listed on the Amman Financial Market(**460** views), which included **52** service company from **63**,and **63** industrial company from **78**. The researcher used multiple regression analysis and the coefficients of correlation to test the validity of a model where financial structure is the dependent variable, while the following factors: tax shield non-interest, profitability, and firm size, and age of the company, and investment opportunities, and the structure of assets, and concentration of ownership, industry of company, and the cost of funds as independent variables.

The study reached the following conclusions: the adoption of industrial and service companies on the property Tools in finance was **67%**. And **26%** short debt financing while **7%** long debt financing. The companies select policy of debt financing(short debt) and equity financing that takes it to consideration to concentration of ownership while other factors are not important. for the long-term debt financing each of the size, age, the structure of assets, and concentration of ownership are the factors that influence the financial structure of the industrial and service companies in Jordan. In order to know how different factors affecting the financial structure depending on the type of industry, the researcher separate each sector and identify the factors influencing it. Using the multiple regression, it became clear that industrial companies based in its funding on a range of factors unlike service companies under study, which proved that they are funding decision for the control of the owners, and can be traced to the nature of category owners also introduces a size and age at resolution of long debt financing ,

In addition the funding policies of the Jordanian companies match with the foundations of the pecking order theory. In light of these findings the study recommends the need to take into account all of the: assets structure, investment opportunities, Tax shield, to increase the power of lending for industrial companies and services listed on the ASE, as well as to go towards the use of retained earnings in cases of expansion or as a solution to their problems a rather than borrowing.

Key words: financial structure, debt financing, equity financing, the pecking order theory, industrial companies, service companies.